

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ - TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Analýza a posouzení finanční výkonnosti podniku ve zpracovatelském
odvětví pomocí ukazatele EVA

Analysis and Evaluation of Financial Performance of a Company in the
Manufacturing sector using of EVA Measurement

Student: Bc. Nikol Michelová
Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2015

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Nikol Michelová**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **6202T010 Finance**
Téma: **Analýza a posouzení finanční výkonnosti podniku ve zpracovatelském
odvětví pomocí ukazatele EVA**
**Analysis and Evaluation of Financial Performance of a Company in the
Manufacturing Sector using of EVA Measurement**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Přístupy a metodika hodnocení finanční výkonnosti
 3. Charakteristika a analýza finanční výkonnosti vybraného podniku
 4. Zhodnocení finanční výkonnosti a srovnání s odvětvím
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-2.
- GRANT, James L. *Foundations of Economic Value Added*. 2nd ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2003. 324 s. ISBN 978-0-471-47181-3.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 21.11.2014

Datum odevzdání: 25.04.2015


Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.“

V Ostravě 24. dubna 2015


.....
Nikol Michelová

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucí mé diplomové práce prof. Dr. Ing. Daně Dluhošové za její odborný přístup a cenné rady, které mi poskytla v průběhu vypracování této práce.

Obsah

1	Úvod.....	5
2	Přístupy a metodika hodnocení finanční výkonnosti	6
2.1	Popis tradičních metod měření finanční výkonnosti	7
2.1.1	Analýza absolutních ukazatelů	7
2.1.1.1.	Vertikální analýza	8
2.1.1.2.	Horizontální analýza	8
2.1.2	Analýza rozdílových ukazatelů	9
2.1.3	Analýza poměrových ukazatelů	9
2.1.3.1.	Ukazatele finanční stability a zadluženosti	10
2.1.3.2.	Ukazatele rentability	12
2.1.3.3.	Ukazatele likvidity	13
2.1.3.4.	Ukazatele aktivity	14
2.2	Popis souhrnných modelů hodnotících finanční úroveň podniků	16
2.2.1	Altmanův model.....	17
2.2.2	Tafflerův model.....	18
2.2.3	Kralickuv Quick-test	19
2.2.4	Index IN.....	20
2.3	Metodika moderních metod měření finanční výkonnosti.....	21
2.3.1	Přístupy hodnocení výkonnosti pomocí ukazatele EVA	21
2.3.2	Možnosti stanovení nákladů kapitálu	23
2.3.3	Pyramidový rozklad a analýza odchylek.....	29
2.3.4	Analýza citlivosti vlivů	33
3	Charakteristika a analýza finanční výkonnosti vybraného podniku	35
3.1	Základní informace vybraného podniku.....	35
3.2	Analýza tradičních metod měření výkonnosti	36
3.2.1	Vertikální analýza	36

3.2.2	Horizontální analýza	39
3.2.3	Vertikálně-horizontální analýza	43
3.2.4	Analýza poměrových ukazatelů	46
3.3	Analýza souhrnných modelů hodnocení výkonnosti	53
3.3.1	Altmanův model	53
3.3.2	Tafflerův model	54
3.3.3	Kralickuv Quick-test	55
3.3.4	Index IN01	56
3.4	Analýza finanční výkonnosti pomocí ukazatele EVA	57
3.4.1	Stanovení nákladů kapitálu	57
3.4.2	Výpočet ukazatele EVA	60
3.4.3	Pyramidový rozklad ukazatele EVA a analýza odchylek	63
3.4.4	Analýza citlivosti vlivů	65
4	Zhodnocení finanční výkonnosti a srovnání s odvětvím	67
4.1	Porovnání vybraných ukazatelů podniku s odvětvím	67
4.2	Celkové zhodnocení výsledků finanční výkonnosti podniku	75
5	Závěr	81
	Seznam použité literatury	83
	Seznam zkratk	85
	Prohlášení o využití diplomové práce	
	Seznam příloh	
	Přílohy	

1 Úvod

Vytváření bohatství je zásadním faktorem k ekonomickému přežití firmy. S vhodnými finančními nástroji mohou být finanční a investiční manažeři schopni identifikovat podniky a odvětví, které vedou k bohatství či k destrukci. Vlivem celosvětové globalizace a zvyšování nároků na finanční výkonnost bylo zapotřebí inovovat i přístupy zabývající se hodnocením efektivitu podniku. V posledních letech byl vyzorován trend odklonu od tradičních ukazatelů hodnocení finanční výkonnosti směrem k moderním způsobům, které vychází z tržních dat, jež mnohem lépe odrážejí aktuální okolnosti. Jedním z nejčastěji využívaných modelů je ukazatel EVA, jehož základní princip spočívá v tom, že podnik musí vytvořit minimálně tolik zisku, kolik činí náklady kapitálu z uskutečněné investice.

Cílem diplomové práce je analýza a posouzení finanční výkonnosti vybraného podniku ve sledovaném období 2008 až 2013 včetně porovnání zjištěných hodnot s vývojem v odvětví, kterým je zpracovatelský průmysl, a to zejména prostřednictvím ukazatele EVA.

Diplomová práce je rozdělena celkem do pěti kapitol, kde první kapitolou bude úvod a poslední kapitola bude obsahovat závěr, který se bude zaměřovat na celkové zhodnocení zjištěných výsledků. Zbylé tři kapitoly tvoří stěžejní část této práce.

Druhá kapitola se bude zabývat teoretickou stránkou hodnocení finanční výkonnosti, kde budou v rámci metodiky nejprve charakterizovány tradiční přístupy v podobě absolutních, rozdílových a poměrových ukazatelů. Následně budou popsány souhrnné modely pro posouzení finanční úrovně. Kategorie moderních přístupů bude zastoupena ukazatelem EVA, který bude specifikován v závěru této kapitoly spolu s metodikou pro stanovení nákladů kapitálu, pyramidového rozkladu, analýzy odchylek a analýzy citlivosti vlivů.

V třetí kapitole bude aplikována analýza finanční výkonnosti vybraného podniku, která bude vycházet z teorie obsažené v předešlé části této diplomové práce. Nejdříve bude zvolená společnost krátce představena a následně bude provedeno celkové zhodnocení výkonnosti a finančního zdraví prostřednictvím vertikální, horizontální a poměrové analýzy a vybraných bonitních a bankrotních modelů. V další části budou vyčísleny náklady vlastního kapitálu s využitím modelu CAPM a stavebnicového modelu a hodnota ukazatele EVA na bázi zúženého hodnotového pojetí, která bude následně podrobena pyramidovému rozkladu včetně analýzy odchylek a citlivostní analýzy.

Čtvrtá kapitola bude obsahovat srovnání vybraných ukazatelů analyzovaného podniku s odvětvím a také celkové zhodnocení zjištěných výsledků provedené analýzy finanční výkonnosti.

2 Přístupy a metodika hodnocení finanční výkonnosti

Tato kapitola se zabývá jednotlivými přístupy a metodikami, pomocí kterých dochází k hodnocení finanční výkonnosti podniku, a to pomocí tradičních ukazatelů a moderních ukazatelů vycházejících z tržní hodnoty firmy. Úvodní část se zabývá vymezením tradičních metod měření finanční výkonnosti, která zahrnuje analýzu absolutních, rozdílových a poměrových ukazatelů. Dále je kapitola zaměřena na popis souhrnných modelů hodnotících finanční úroveň podniku. Hlavní část tvoří metodika moderních metod měření finanční výkonnosti, která se zejména zaměřuje na komplexní vysvětlení výpočtu ukazatele ekonomické přidané hodnoty. Vedle ukazatele EVA se lze v praxi také setkat s dalšími alternativami v podobě tržní přidané hodnoty MVA či ukazatele CFROI neboli Cash Flow Return on Investment.

Výše zmiňovaný ukazatel MVA je stejně jako ukazatel EVA vytvořen americkou společností Stern Stewart & comp. Tržní přidaná hodnota je považována za nejpřesnější měřítko bohatství, jelikož vychází z údajů na akciovém trhu. MVA představuje rozdíl mezi tržní cenou vlastního kapitálu a účetní hodnotou vlastního kapitálu. Z tohoto výpočtu vyplývá, že pokud se dané společnosti podaří vytvořit vyšší celkovou tržní hodnotu než je množství kapitálu do ní investovaného, potom se podniku povede docílit akcionářské hodnoty. Mezi ukazateli EVA a MVA existuje úzké propojení, kde v případě očekávaného rostoucího trendu ekonomické přidané hodnoty lze prostřednictvím fungujícího a informovaného kapitálového trhu přepokládat i rostoucí tržní přidanou hodnotu.

Ukazatel CFROI je založen na principu čisté současné hodnoty v podobě vnitřního výnosového procenta investice. Konkrétně dochází k porovnávání peněžních toků plynoucích vlastníkům společnosti s celkovými vloženými aktivy. Při hodnocení výkonnosti se vytváří hodnota $CFROI_{SPREAD}$, která představuje rozdíl vypočítaného CFROI s váženými náklady kapitálu. Pokud podnik dosahuje kladného výsledku, vytváří novou přidanou hodnotu pro akcionáře, a naopak v případě záporné hodnoty dochází k znehodnocování investovaného majetku vlastníky společnosti. Tento princip je obdobný jako u ukazatele ekonomické přidané hodnoty.

V závěru této kapitoly se nachází přístupy ke stanovení nákladů kapitálu, pyramidový rozklad ukazatele EVA včetně analýzy odchylek a citlivostní analýzy vlivů.

Hlavními výchozími zdroji v rámci zpracování této kapitoly jsou zejména publikace Dluhošová (2010), Grünwald, Holečková (2007), Mařík, Maříková (2005), Pavelková,

Knápková (2012), Růčková (2011), Šulák, Vacík (2005), Vochozka (2011) a webové stránky Ministerstva průmyslu a obchodu.

2.1 Popis tradičních metod měření finanční výkonnosti

Podstatou tradičních metod měření finanční výkonnosti je čerpání vstupních, v tomto případě historických, dat z účetních výkazů společností. Z tohoto hlediska se tradiční metody hodnocení výkonnosti řadí mezi nejpoužívanější, protože jejich výpočet je snadný a poskytují poměrně vysokou vypovídací schopnost včetně široké možnosti využití. Mezi základní nedostatky patří zkreslování dat z důvodu účetních postupů, nezohledňování časové hodnoty peněžních toků, skutečných nákladů kapitálu a rizika. Nejvyužívanější tradiční metodou v oblasti měření finanční výkonnosti je finanční analýza.

„Finanční analýza nabízí celou řadu metod, jak hodnotit finanční zdraví firmy, přičemž vybrané ukazatele finanční analýzy velmi často tvoří součást hodnocení firmy při získávání bankovních úvěrů a jiných finančních zdrojů pro zajištění fungování firmy. Finanční analýza je zajímavá v tom, že umožňuje vlastní úsudek ke každé situaci, která ve firemním hospodaření nastane. Každý názor může být správný, ale je nezbytně nutné, aby byl vždy podložen správným argumentem.“ uvádí Růčková (2011, s. 7).

Metody finanční analýzy se dělí na dvě základní oblasti, a to na deterministické metody a na matematicko-statistické metody. Deterministické metody jsou specifické zaměřením na kratší časové období a jsou považovány za jednodušší metody sloužící k běžným finančním analýzám firem. Naopak matematicko-statistické metody hodnotí například prostřednictvím regresní či diskriminační analýzy delší časový úsek při posuzování determinantů a faktorů vývoje. Pro účely této diplomové práce se v následujících podkapitolách nachází bližší vymezení deterministické metody, a to konkrétně analýzy absolutních ukazatelů, analýzy rozdílových ukazatelů a analýzy poměrových ukazatelů.

2.1.1 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů se zabývá posuzováním hodnot dílčích položek základních účetních výkazů, kterými jsou nejčastěji rozvaha, výkaz zisku a ztráty nebo výkaz cash flow. Tyto výkazy zejména zahrnují stavové, ale i tokové veličiny. V rámci této analýzy lze aplikovat dvě hlavní techniky, a to vertikální a horizontální.

Vertikální a horizontální analýza je považována za jeden ze stěžejních bodů v rámci vypracování celkové finanční analýzy daného podniku. Využitím obou zmiňovaných analýz

v jednom grafickém zobrazení prostřednictvím vertikálně-horizontální analýzy, vzniká efektivní možnost komplexního pohledu na vývoj vybraných finančních ukazatelů v komparaci se změnou struktury v čase. Záměrem této skupiny analýzy je především rozbor minulého vývoje finanční situace včetně jeho příčin.

2.1.1.1. Vertikální analýza

Vertikální analýzou se zkoumá vnitřní struktura absolutních ukazatelů, kdy se poměrují jednotlivé položky dílčích účetních výkazů k celkové sumě aktiv nebo pasiv u rozvahy či k celkové sumě tržeb za prodej zboží a výkonu u výkazu zisku a ztráty. Cílem vertikální analýzy je tedy zjistit, jak se dané majetkové části podílely na bilanční sumě. Tuto analýzu lze rovněž využít při komparaci se srovnatelnými firmami v daném odvětví.

Zjištění podílu vybrané položky na příslušném základu je možné vypočítat podle následujícího vzorce (2.1).

$$\text{Podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.1)$$

kde U_i je hodnota dílčího ukazatele a $\sum U_i$ je velikost absolutního ukazatele.

2.1.1.2. Horizontální analýza

Horizontální analýza je zaměřena na zkoumání časových změn absolutních ukazatelů. Zabývá se zejména vývojem hodnot v čase a změn souhrnných ukazatelů, mezi které se například řadí tržby, zisk, náklady, aktiva, pasiva, CF z provozní činnosti, CF z finanční činnosti, CF z investiční činnosti a další. Průběh změn a odhalování dlouhodobých trendů významných finančních položek lze zjistit pomocí zkoumání finančních analytiků z časových řad. Ke kvantifikaci jednotlivých meziročních změn je možné rovněž využít difference či indexy, a to indexy řetězové nebo bazické.

Tato analýza hledá odpovědi na dvě základní otázky, a to o kolik jednotek a o kolik procent se daná položka změnila v čase. Absolutní změnu položky lze zjistit z uvedeného vztahu (2.2).

$$\text{Absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t. \quad (2.2)$$

Výši relativní změny lze určit pomocí početního vztahu (2.3).

$$\text{Relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (2.3)$$

kde U_t představuje hodnotu ukazatele v běžném roce a U_{t-1} je hodnota ukazatele v předchozím roce.

2.1.2 Analýza rozdílových ukazatelů

V souvislosti s horizontální a vertikální analýzou je podstatné provést i analýzu rozdílových ukazatelů. Jedním z nejdůležitějších ukazatelů je výpočet čistého pracovního kapitálu, při kterém se vychází z rozvahy. Mezi ukazatele tohoto charakteru se dále řadí čisté pohotové prostředky, čisté peněžní prostředky apod.

Ukazatel čistého pracovního kapitálu tvoří část oběžného majetku firmy, která se v průběhu daného roku změní v peněžní prostředky a po zaplacení krátkodobých závazků může být využita k uskutečnění podnikových plánů. Výše čistého pracovního kapitálu je ovlivňována skladbou jednotlivých položek v rozvaze podniku a je požadováno, aby dosahovala co nejvyšší hodnoty, která charakterizuje schopnost podniku hradit své závazky. Tento ukazatel lze vypočítat z pohledu aktiv podle následujícího vzorce (2.4).

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé zdroje}. \quad (2.4)$$

Nebo z pohledu pasiv jako rozdíl uvedený ve vzorci (2.5).

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{dlouhodobé zdroje} - \text{fixní aktiva}. \quad (2.5)$$

2.1.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele se řadí díky své jednoduchosti výpočtu a snadné dostupnosti vstupních údajů mezi nejčastěji používané rozborové postupy. Analýza poměrových ukazatelů vychází ze základních účetních výkazů, a tedy je tato analýza vhodná i pro externí uživatele. Ukazatele lze uspořádat do paralelní nebo pyramidové soustavy, kde paralelní soustavy představují ukazatele hodnotící určitou stránku finanční situace a pyramidové soustavy slouží pro rozklad syntetického ukazatele.

Výpočet poměrového ukazatele spočívá v podílu jedné nebo několika účetních položek uvedených v účetních výkazech k jiné položce nebo k jejich skupině, mezi kterými musí existovat vzájemná souvislost. Systém poměrových ukazatelů je pro lepší orientaci rozdělen do několika základních oblastí, jako jsou ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele rentability, ukazatele likvidity, ukazatele aktivity a ukazatele vycházející z údajů kapitálového trhu. Vybrané skupiny poměrových ukazatelů jsou v následujících podkapitolách charakterizovány podrobněji.

2.1.3.1. Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilita podniku se vyznačuje skladbou zdrojů financování majetku podniku a zadluženost vypovídá o strategii dané firmy, jaké zdroje použije ke svému podnikání. Zadluženost lze tedy chápat jako skutečnost, kdy jsou k financování činností použity cizí zdroje, jako jsou úvěry a půjčky. S používáním cizích zdrojů jsou spjaty vlivy působící na výkonnost kapitálu akcionářů a také na rizika podnikání.

Na zadluženost nelze pohlížet pouze jako na negativní ukazatele, jelikož do určité hladiny, která je pro jednotlivé firmy specifická, se financování cizími zdroji jeví jako levnější varianta než financování z vlastních zdrojů. Hlavním důvodem je působení daňového štítu, který cenu cizích zdrojů snižuje.

K ukazatelům finanční stability a zadluženosti mimo jiné patří ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech, ukazatel celkové zadluženosti, ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu, ukazatel majetkového koeficientu, ukazatel úrokového krytí a ukazatel úrokového zatížení.

Ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech vyjadřuje dlouhodobou finanční stabilitu a stanovuje, do jaké míry je podnik schopen financovat svůj majetek vlastními zdroji, a tím odráží finanční samostatnost podniku. Zvyšování tohoto ukazatele upevňuje finanční stabilitu. Trend ukazatele je rostoucí a lze ho vypočítat následovně pomocí vzorce (2.6).

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}}. \quad (2.6)$$

Ukazatel celkové zadluženosti neboli ukazatel věřitelského rizika se vypočítá jako podíl celkových závazků k celkovým aktivům a měří tím podíl věřitelů na celkovém kapitálu. Zvyšující se hodnota tohoto ukazatele představuje pro investory větší riziko, a proto je požadovaný trend klesající. Výpočet je následující, a to podle vzorce (2.7).

$$Ukazatel\ celkové\ zadluženosti = \frac{cizí\ kapitál}{celková\ aktiva}. \quad (2.7)$$

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu je dán poměrem cizích zdrojů a vlastního kapitálu, který vyjadřuje výši dluhu připadající na jednu korunu vlastního kapitálu. Doporučený interval, ve kterém by se výsledná hodnota měla pohybovat, je od 80 % do 120 %, přičemž toto vymezené rozmezí lze blíže specifikovat pro jednotlivé fáze vývoje konkrétního podniku a postojů vlastníků k riziku. Trend tohoto ukazatele je opět klesající a vyjadřuje ho vztah (2.8).

$$Ukazatel\ zadluženosti\ vlastního\ kapitálu = \frac{cizí\ kapitál}{vlastní\ kapitál}. \quad (2.8)$$

Majetkový koeficient neboli finanční páka se zabývá hodnocením toho, jak může být zvýšena rentabilita vlastního kapitálu prostřednictvím cizího kapitálu. Stanovuje, kolik korun majetku podniku připadá na jednu korunu vlastních zdrojů. Výsledné hodnoty tohoto ukazatele jsou požadovány v dlouhodobém vývoji stabilní. Výpočet je následující prostřednictvím vzorce (2.9).

$$Majetkový\ koeficient = \frac{celková\ aktiva}{vlastní\ kapitál}. \quad (2.9)$$

Ukazatel úrokového krytí vyjadřuje, kolikrát zisk před úroky a daněmi převyšuje úrokové platby, a tedy kolikrát je placení nákladových úroků zabezpečeno provozním ziskem. Čím vyšších hodnot úrokového krytí podnik dosahuje, tím lepší finanční situaci vykazuje. V případě kdyby se hodnota ukazatele rovnala 1 je daný podnik schopný vydělat pouze na splacení úroků a výsledný zisk je pak nulový. Ukazatel lze stanovit podle vzorce (2.10).

$$Úrokové\ krytí = \frac{EBIT}{úroky}. \quad (2.10)$$

Opakem ukazatele úrokového krytí je **ukazatel úrokového zatížení** představující hodnotu, která je ze zisku před úroky a daněmi odčerpána nákladovými úroky. Ukazatel udává informace o tom, jak je vytvářený zisk firmou zatěžován velikostí úroků. Doporučený trend je oproti ukazateli úrokového krytí klesající a vztah (2.11) je následující.

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT}. \quad (2.11)$$

2.1.3.2. Ukazatele rentability

Podstatou ukazatelů rentability je to, že poměřují konečný efekt dosažený vlastní podnikatelskou činností v podobě zisku k určitému vstupu, který se může nacházet jak na straně aktiv, tak na straně pasiv nebo k jiné bázi v případě rentability tržeb apod. Tato skupina poměrových ukazatelů podává informace o úspěšnosti hospodaření firmy a hodnotí schopnost daného podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku.

Mezi ukazatele rentability se řadí ukazatel rentability aktiv, ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů, ukazatel rentability vlastního kapitálu a ukazatel rentability tržeb. Uvedené ukazatele lze nejčastěji interpretovat jako množství Kč zisku připadající na 1 Kč jmenovatele a trend je požadován u všech ukazatelů rostoucí. Pro výpočet jednotlivých ukazatelů se vychází ze zisku před úroky a zdaněním EBIT a ze zisku po zdanění EAT.

Rentabilita aktiv neboli produkční síla je označována za zásadní nástroj k měření rentability. Ukazatel rentability aktiv poměřuje zisk před úroky a daněmi k celkovým aktivům, a to bez uvedení zdrojů, ze kterých jsou v podniku získány. Rovněž u tohoto ukazatele nedochází ke zkreslování výsledků z důvodu změn daňových sazeb, jelikož se ve výpočtu počítá s již zmiňovaným ziskem před úroky a daněmi. Vztah výpočtu (2.12) je následující.

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva}. \quad (2.12)$$

Rentabilita dlouhodobých zdrojů vychází z podílu zisku před úroky a daněmi a vlastního kapitálu včetně dlouhodobých závazků a dlouhodobých bankovních úvěrů. Tento ukazatel vyjadřuje, kolik korun zisku připadá na 1 Kč investovanou akcionáři a věřiteli daného podniku. Výsledek by měl dosahovat vyšší hodnoty, než je výše vlastních úroků z úvěru a půjček. Výpočet lze provést podle vzorce (2.13).

$$ROCE = \frac{EBIT}{vlastní kapitál + dlouhodobé dluhy}. \quad (2.13)$$

Rentabilita vlastního kapitálu je považována za jeden z klíčových ukazatelů pro akcionáře a ostatní investory, a to z důvodu, že tento ukazatel poměřuje, kolik čistého zisku

případně právě na 1 Kč investovaného kapitálu. Růstový trend ukazatele rentability vlastního kapitálu může být zapříčiněn několika faktory jako například růstem čistého zisku, snížením vlastního kapitálu či poklesem úrokové míry cizího kapitálu. Výsledku lze dosáhnout pomocí vztahu (2.14).

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.14)$$

Rentabilita tržeb vypovídá o efektivnosti podniku, které je schopen dosáhnout z 1 Kč tržeb. V rámci tohoto ukazatele se lze setkat se dvěma modifikacemi, kde hlavním rozdílem je použitý zisk. Vyskytuje se varianta vycházející ze zisku před úroky a daněmi, která je označována jako provozní rentabilita tržeb anebo ze zisku po zdanění, která je nazývána čistá rentabilita tržeb. Tento ukazatel se často používá jako doplňkový a možnosti jeho výpočtu jsou následující podle vzorce (2.15) a (2.16).

$$ROS = \frac{EBIT}{\text{tržby}} \quad (2.15)$$

nebo

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}}. \quad (2.16)$$

2.1.3.3. Ukazatele likvidity

Prostřednictvím ukazatelů likvidity se hodnotí schopnost podniku hradit své závazky, a to v okamžiku jejich splatnosti. Likvidita se obvykle odvíjí od možnosti a rychlosti získání potřebných peněžních prostředků. Důležitým faktorem je rovněž strategie podniku v oblasti vymáhání svých pohledávek. Do platební neschopnosti se podnik nemusí dostat pouze z důvodu nedostatku finančních prostředků kvůli nedostatečně rychlému využití vloženého kapitálu, ale také kvůli platební neschopnosti jiného podniku.

V rámci ukazatelů likvidity se rozlišují tři základní stupně likvidity, mezi které se řadí ukazatel celkové likvidity, ukazatel pohotové likvidity a ukazatel okamžité likvidity. Mezi tyto ukazatele se také řadí ukazatel čistého pracovního kapitálu, který je popsán v podkapitole 2.1.2 zabývající se analýzou rozdílových ukazatelů.

Celková likvidita se zaměřuje na hodnocení poměru oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Tento ukazatel zjišťuje kolikrát je daný podnik schopen uspokojit své věřitele, pokud by přeměnil všechna oběžná aktiva na hotovost v daném momentu. Negativním vlivem ukazatele celkové likvidity je zahrnutí neprodejných zásob, pohledávek po lhůtě splatnosti a nedobytných pohledávek do výpočtu. Dle odborné literatury by se výsledné hodnoty měly pohybovat v intervalu od 1,5 do 2,5. Rovněž je požadována dlouhodobá stabilita. Výslednou hodnotu lze získat podle vzorce (2.17).

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.17)$$

Pohotová likvidita se vyznačuje tím, že již v čitateli neobsahuje zásoby, a tedy pracuje jen s pohotovými prostředky. Rovněž se ukazatel upravuje o zkreslující položky, jako jsou právě nedobytné pohledávky, apod. Doporučená hodnota je pro ukazatel pohotové likvidity určena v rozmezí od 1 do 1,5 a trend je rostoucí. Pokud se výsledná hodnota rovná 1, znamená to pro podnik, že by měl být schopen dostat svých závazků bez potřeby prodeje svých zásob. Růst ukazatele je žádoucí z pohledu věřitelů, a to z důvodu že jsou oběžná aktiva podniku ve velkém množství vázána v pohotových prostředcích, které přinášejí téměř nulový úrok. Vzorec (2.18) je následující.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.18)$$

Okamžitá likvidita je doplňkovým ukazatelem a zahrnuje v čitateli pouze pohotové platební prostředky, které jsou nejlikvidnější. Obecně tento ukazatel vypovídá o schopnosti podniku uhradit své krátkodobé závazky v daném okamžiku. Výsledek by se měl pohybovat okolo hodnoty 0,2 a vývoj ukazatele okamžité likvidity je požadován rostoucí. Výpočet lze provést podle vzorce (2.19).

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.19)$$

2.1.3.4. Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity slouží pro vedení podniku jako zdroj informací o tom, jak podnik hospodaří se svým dílčím majetkem. Podávají přehled, zda má firma k dispozici relativně

rozsáhlé kapacity, které prozatím nejsou moc využívány nebo zda příliš vysoká rychlost obrátu může být podnětem, že firma nevlastní dostatek produktivních aktiv. Tyto ukazatele jsou tedy nejčastěji využívány k řízení aktiv, kde konkrétně charakterizují přístup k hospodaření s aktivy a jednotlivé vlivy na vývoj rentability a likvidity.

V rámci ukazatelů aktivity se vyskytují dvě základní modifikace, a to rychlost obrátu neboli obrátka a doba obrátu. Rychlost obrátu představuje to, kolikrát se konkrétní položka přemění do jiné položky za sledované období. Doba obrátu naopak stanovuje počet dní, které jsou zapotřebí k uskutečnění obrátu.

Obrátka celkových aktiv se řadí mezi ukazatele zabývající se rychlostí obrátu. Zjišťuje tedy počet obrátů za rok, a to za pomoci podílu tržeb k celkovým aktivům. Tento ukazatel měří intenzitu využití celkového majetku podniku. V rámci ukazatele obrátky celkových aktiv se lze setkat s rozdělením celkových aktiv zvlášť na stálá aktiva a na oběžná aktiva z důvodu získání výsledků s lepší vypovídací schopností. Doporučený vývojový trend tohoto ukazatele je rostoucí. Vzorec (2.20) má níže uvedenou podobu.

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.20)$$

Doba obrátu aktiv je komplexním ukazatelem a podává informace o tom, za kolik dní se obrátí celková aktiva vůči tržbám. Aby bylo možné dosáhnout výsledku ve dnech, musí být podíl celkových aktiv k tržbám vynásoben 360. Pro podnik je žádoucí klesající tendence a výpočet lze provést podle vzorce (2.21).

$$\text{Doba obrátu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.21)$$

Doba obrátu zásob je obdobným ukazatelem, akorát jsou celková aktiva nahrazena konkrétní položkou zásob. Ukazatel vyjadřuje průměrný časový interval, po který jsou zásoby v podniku vázány do doby, než jsou spotřebovány či prodány. Trend je rovněž klesající. Vztah (2.22) pro konečný výsledek je následující.

$$\text{Doba obrátu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.22)$$

Doba obrátu pohledávek zkoumá podíl pohledávek k tržbám a měří počet dní, během kterých je majetek podniku vázán ve formě pohledávek. Ukazatel také hodnotí, za jaký

časový úsek jsou tyto pohledávky uhrazeny. Celkově ukazatel doby obratu pohledávek vypovídá o konkrétní strategii v oblasti řízení pohledávek. Vývoj ukazatele je požadován klesající a výpočet lze získat podle níže uvedeného vzorce (2.23).

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky \cdot 360}{tržby} . \quad (2.23)$$

Doba obratu závazků hodnotí platební morálku daného podniku vůči svým dodavatelům. Ukazatel vyjadřuje počet dní, po které jsou podniku poskytnuty obchodní úvěry. Pro zajištění likvidity, by měl podnik dbát o to, aby splatnost pohledávek byla nižší než splatnost závazků. Vývoj tohoto ukazatele by měl být stabilní. Výslednou hodnotu lze získat pomocí následujícího vztahu (2.24).

$$Doba\ obratu\ závazků = \frac{závazky \cdot 360}{tržby} . \quad (2.24)$$

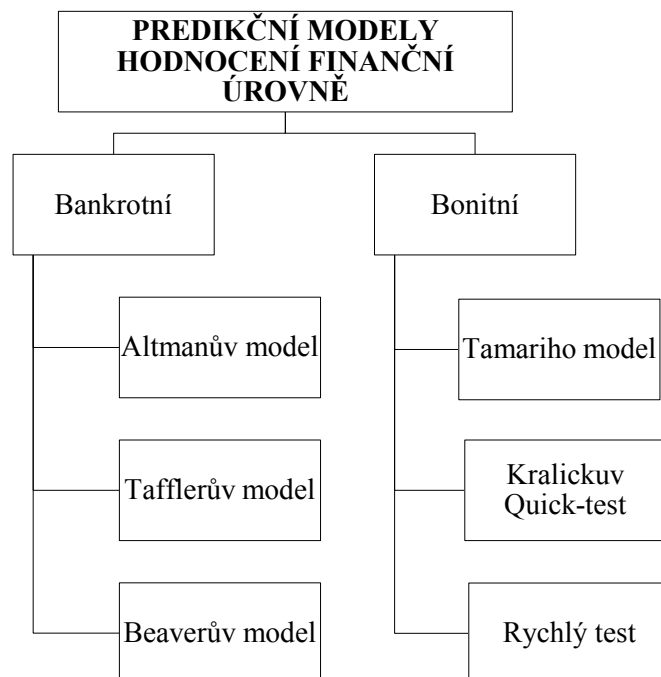
2.2 Popis souhrnných modelů hodnotících finanční úroveň podniků

V rámci této podkapitoly, zabývající se charakteristikou souhrnných modelů, se vyskytují dva typy metod hodnotících finanční úroveň podniků, a to modely bankrotní a bonitní. Obě dvě zmiňované skupiny si kladou za cíl přiřadit dané firmě určitou číselnou jednotku, prostřednictvím které lze charakterizovat finanční zdraví konkrétního podniku. Bankrotní a bonitní modely jsou nejčastěji využívány jako doplňkové modely z důvodu jejich nižší vypovídací schopnosti.

Bankrotní modely podávají informace o možných hrozbách bankrotu společnosti. Tyto modely se zejména zaměřují na problémy s běžnou likviditou, s výší čistého pracovního kapitálu, s rentabilitou vloženého kapitálu, které jsou typickými příznaky potenciálního úpadku. Bonitní modely vycházejí ze schopnosti podniku splácet své závazky, a tedy se snaží pomocí bonity rozdělovat firmy na dobré nebo naopak na špatné.

V následujícím schéma 2.1 je názorně zobrazeno základní rozdělení predikčních modelů hodnocení finanční úrovně na bankrotní a bonitní modely včetně jejich nástrojů.

Schéma 2.1 Rozdělení bankrotních a bonitních modelů



Zdroj: Dluhošová (2010, s. 96)

Vybrané dílčí modely jsou charakterizovány v navazující části této diplomové práce.

2.2.1 Altmanův model

Altmanův model neboli Altmanův index finančního zdraví je považován za typický příklad souhrnného hodnocení finanční úrovně podniků. Altmanův Z faktor obsahuje důležité veličiny hodnotící finanční zdraví, mezi které se řadí rentabilita, likvidita, zadluženost, apod. Východiskem je součet pěti poměrových ukazatelů, kterým je přiřazena odpovídající váha. Potřebnými vstupními údaji je zisk před úroky a zdaněním, aktiva, tržby, tržní hodnota vlastního kapitálu, účetní hodnota akcií, účetní hodnota celkových závazků, nerozdělený zisk minulých let, čistý pracovní kapitál a výnosy.

Vyskytuje se několik modifikací zaměřujících buď na akciové společnosti s veřejně obchodovatelnými akciemi, na společnosti neobchodované na finančních trzích, na nevýrobní společnosti nebo konkrétně na české společnosti. V praxi se prokázalo, že tento model dokáže předpovědět bankrot firmy s časovým předstihem dvou let.

V případě, kdy jsou akcie posuzované společnosti obchodovány na finančním trhu, je postup výpočtu Altmanova modelu následující podle vzorce (2.25).

$$Z = 1,2 \cdot X_1 + 1,4 \cdot X_2 + 3,3 \cdot X_3 + 0,6 \cdot X_4 + 1,0 \cdot X_5, \quad (2.25)$$

kde Z představuje skóre Altmanova modelu, X_1 je podíl pracovního kapitálu a celkových aktiv, X_2 je podíl nerozděleného zisku a celkových aktiv, X_3 je podíl zisku před úroky a daněmi a celkových aktiv, X_4 je podíl tržní ceny akcií a celkového dluhu a X_5 je podíl celkových tržeb a celkových aktiv.

Pokud výsledné Z skóre dosahuje hodnoty vyšší než 2,99, jedná se o podnik s minimální pravděpodobností bankrotu. Je-li Z skóre v rozmezí 1,81 až 2,99, tak se podnik nachází v tzv. šedé zóně. Podnik s vysokou pravděpodobností bankrotu má hodnotu Z skóre nižší než 1,81.

Aplikace tohoto modelu je rovněž možná i na ostatní společnosti, neobchodované na kapitálovém trhu. Postup výpočtu je obdobný a vychází se ze vzorce (2.26).

$$Z = 0,717 \cdot X_1 + 0,847 \cdot X_2 + 3,107 \cdot X_3 + 0,420 \cdot X_4 + 0,998 \cdot X_5, \quad (2.26)$$

kde jsou všechny proměnné totožné se vzorcem až na proměnnou X_4 , která představuje podíl účetní hodnoty vlastního kapitálu a celkového dluhu.

Interpretace výsledného Z skóre je rovněž podobná, kde hlavním rozdílem je posunutí hranice od kdy podniku hrozí bankrot a naopak. Podnik s minimální pravděpodobností bankrotu je od hodnoty 2,90, vysoká pravděpodobnost bankrotu nastává při Z skóre nižším než 1,20 a šedá zóna je v intervalu od 1,20 do 2,90.

Tvůrce tohoto modelu Edward Altman vytvořil v roce 2010 další způsob hodnocení finanční situace prostřednictvím *Z-metrics* modelů. Na této modifikaci spolupracoval se skupinou RiskMetrics, kterou zastupoval i známý americký bankéř J. P. Morgan. Tyto modely jsou považovány za nástroje, které slouží investorům a věřitelům k posouzení úvěrové schopnosti nefinančních subjektů tím, že vychází z pravděpodobnosti úpadku a ratingu, který je rozdělen na tři stupně. Ve výpočtu rovněž dochází k rozlišování, zda je daný podnik kotovaný či nekotovaný a zda je využita roční či pětiletá predikce. Hodnotu kreditního skóre analyzovaného podniku lze vypočítat jako součet úrovně konstanty a sumy součinu koeficientů j -té proměnné s hodnotou j -té proměnné i -tého podniku.

2.2.2 Tafflerův model

Dalším bankrotním modelem hodnotícím finanční zdraví podniku je Tafflerův model. Tento model byl vytvořen v roce 1977 jako reakce na Altmanovu analýzu, která je uvedená v předešlé podkapitole. Tvůrcům Tafflerova modelu se podařilo zkonstruovat model, jehož

základem jsou čtyři klíčové ukazatele. V rámci tohoto modelu se rozlišují dva typy, kde prvním modelem je Původní Tafflerův index a druhým modelem je Modifikovaný Tafflerův index.

Původní Tafflerův index, vycházející ze vztahu (2.27), má následující podobu.

$$T1 = 0,53 \cdot X_1 + 0,13 \cdot X_2 + 0,18 \cdot X_3 + 0,16 \cdot X_4, \quad (2.27)$$

kde $T1$ je index Tafflerova modelu pro původní verzi, X_1 je podíl zisku a krátkodobých závazků, X_2 je podíl oběžných aktiv a cizího kapitálu, X_3 je podíl krátkodobých závazků a aktiv a X_4 je podílem rozdílu finančního majetku a krátkodobých závazků k provozním nákladům.

V rámci hodnocení Původního Tafflerova indexu je mezní hodnotou 0, a tedy v případě je-li výsledek nižší než 0, se podnik nachází v situaci vysoké pravděpodobnosti bankrotu. A naopak pokud je výsledná hodnota vyšší než 0, podniku hrozí pouze malá pravděpodobnost bankrotu.

Výpočet Modifikovaného Tafflerova indexu se od toho Původního Tafflerova indexu liší pouze v ukazateli X_4 a jeho výpočet se nachází v následujícím vzorci (2.28).

$$T2 = 0,53 \cdot X_1 + 0,13 \cdot X_2 + 0,18 \cdot X_3 + 0,16 \cdot X_4, \quad (2.28)$$

kde $T2$ představuje Modifikovaný Tafflerův index a X_4 je podíl tržeb a aktiv.

Dalším rozdílem těchto modelů je v hodnocení výsledků, kde pokud podnik dosahuje hodnoty nižší než 0,2, je podnik považován za bankrotní. V případě kdy se výsledná hodnota nachází v rozmezí od 0,2 do 0,3, se podnik nachází v šedé zóně a pokud výsledek převyšuje hodnotu 0,3, podniku nehrozí pravděpodobnost úpadku.

2.2.3 Kralickuv Quick-test

Kralickuv Quick-test z roku 1990 je považován za jeden z nejznámějších bonitních modelů. Základem tohoto modelu je vytvoření intervalů hodnot pro dílčí ukazatele, kterým jsou následně podle odpovídajícího rozdělení přiřazeny výsledné body. Výpočet Kralickova Quick-testu lze provést podle následující tabulky 2.1.

Tabulka 2.1 Postup výpočtu ukazatele Kralickuv Quick-test

Ukazatel	Výpočet ukazatele	Hodnocení	Počet bodů
R1	Vlastní kapitál / Aktiva	0,3 a více	4
		0,2-0,3	3
		0,1-0,2	2
		0,0-0,1	1
		0,0 a méně	0
R2	(Dluhy - Krátkodobý finanční majetek) / Nezdaněný Cash Flow	3 a méně	4
		3-5	3
		5-12	2
		12-30	1
		30 a více	0
R3	Zisk před úroky a zdaněním / Aktiva	0,15 a více	4
		0,12-0,15	3
		0,08-0,12	2
		0,00-0,08	1
		0,00 a méně	0
R4	Nezdaněný Cash Flow / Provozní výnosy	0,1 a více	4
		0,08-0,1	3
		0,05-0,08	2
		0,00-0,05	1
		0,00 a méně	0

Zdroj: Grünwald, Holečková (2007, s. 192)

Souhrnné hodnocení všech uvedených ukazatelů se následně provádí prostřednictvím váženého průměru. Pokud podnik dosáhne hodnocení 3 a více bodů, lze na něj pohlížet jako na velmi dobrý podnik a v případě, kdy je jeho hodnota nižší než 1, se jedná o špatný podnik. Rozmezí hodnot od 1 do 3 opět prezentuje šedou zónu.

2.2.4 Index IN

Index IN se řadí do kategorie bankrotně-bonitních modelů a je uzpůsoben specifickým podmínkám v rámci českých účetních výkazů a ekonomické situace v tuzemsku. Tento ukazatel byl sestaven Inkou a Ivanem Neumairovými jako model určený k zjišťování finanční výkonnosti a důvěryhodnosti výrobních podniků zejména v českém prostředí.

V průběhu let došlo k jeho nesčetným úpravám, přičemž původní model byl sestaven v roce 1995. V rámci této diplomové práce bude v aplikační části použita modifikace tohoto modelu z roku 2001 a tvar jeho výpočtu je následující podle vzorce (2.29).

$$IN01 = 0,13 \cdot \frac{A}{D} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{U} + 3,92 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{\text{výnosy}}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KBU}, \quad (2.29)$$

kde *IN01* představuje upravený Index IN sestavený v roce 2001, *A* jsou aktiva, *D* jsou cizí zdroje, *EBIT* je hospodářský výsledek před daněmi a úroky, *U* jsou nákladové úroky, *OA* jsou oběžná aktiva, *KZ* jsou krátkodobé zdroje, *KBU* jsou krátkodobé bankovní úvěry.

Při hodnocení výsledku indexu důvěryhodnosti *IN01* lze za firmu s dobrým finančním zdravím považovat takový podnik, který přesahuje hodnotu 1,77. Výsledky nacházející se v intervalu od 0,75 do 1,77 představují podnik v šedé zóně a hodnoty menší než 0,75 vykazují, že je daná firma finančně slabá a má problémy v oblasti finančního zdraví.

2.3 Metodika moderních metod měření finanční výkonnosti

Z důvodu vysokého tempa rozvoje nových technologií vzniká nátlak na rozvoj standardních nástrojů sloužících k hodnocení výkonnosti, které v posledních letech zastarávají vůči dosavadnímu vývoji společností. Vedle metod, které měří výkonnosti podniků pouze z účetních výkazů, se v rámci současných trendů vyskytují i ukazatele vycházející z tvorby hodnoty pro akcionáře, tzv. Shareholder Value. Mezi tyto ukazatele se řadí například EVA, MVA nebo CFROI. Ukazatel EVA je v podkapitole 2.3.1 specifikován blíže, protože tvoří stěžejní část této diplomové práce.

V rámci kvantifikace ukazatele ekonomické přidané hodnoty je také zapotřebí stanovit vstupní parametr v podobě nákladů kapitálu, jehož možnosti výpočtu jsou uvedeny v podkapitole 2.3.2. Další část se již zabývá pyramidovým rozkladem ukazatele EVA včetně analýzy odchylek a analýzy citlivosti vlivů.

2.3.1 Přístupy hodnocení výkonnosti pomocí ukazatele EVA

Ekonomická přidaná hodnota neboli Economic Value Added byla vytvořena americkou společností Stern Stewart & comp v 90. letech 20. století. V dnešní době se tento ukazatel řadí mezi nejvýznamnější indikátory hodnocení finanční výkonnosti podniků. Ukazatel EVA rovněž slouží akcionářům k měření zisku po odečtení alternativních nákladů na kapitál.

„EVA vychází ze základního pravidla, že podnik musí vyprodukovat minimálně tolik, kolik činí náklady kapitálu z investovaných prostředků. Tyto náklady kapitálu nebo požadovaná míra výnosnosti se týkají jak vlastního kapitálu tak dluhu.“ uvádí Dluhošová (2010, s. 19).

Z výsledné hodnoty ukazatele ekonomické přidané hodnoty lze konstatovat, zda se hodnota dané firmy zvyšuje či snižuje. Pokud bude podnik dosahovat kladných výsledků

ukazatele EVA, výše bohatství pro vlastníky bude mít rostoucí tendenci. A naopak v případě záporné hodnoty ukazatele EVA se bude výsledné bohatství dané společnosti snižovat.

Obecně lze výpočet ukazatele EVA rozdělit do dvou skupin, a to na EVA-Entity, která vychází z provozního zisku a na EVA-Equity, kterou lze stanovit na bázi hodnotového rozpětí neboli na bázi spreadu.

EVA na bázi provozního zisku spočívá v rozdílu mezi celkovým investovaným kapitálem a dosaženým provozním hospodářským výsledkem po zdanění. Výpočet lze provést podle následujícího vzorce (2.30).

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.30)$$

kde *NOPAT* neboli Net Operating Profit After Taxes představuje zisk z provozní činnosti podniku po zdanění, *WACC* jsou průměrné vážené náklady kapitálu a *C* je kapitál, který je vázaný v aktivech a je určený k provozní činnosti podniku.

Problematickou proměnnou bývá *NOPAT*, který nelze ztotožňovat s provozním výsledkem hospodaření sestaveným podle českých účetních předpisů. Dle správných postupů musí dojít k úpravě hospodářského výsledku tak, aby byly eliminovány vlivy, které neslouží k základnímu podnikatelskému účelu. Avšak z důvodu nedostupnosti veškerých údajů z veřejně dostupných zdrojů, dochází k nahrazování ukazatele *NOPAT* za *EBIT*. Zjednodušeným způsobem lze ekonomickou přidanou hodnotu vypočítat pomocí vzorce (2.31).

$$EVA = EBIT \cdot (1 - t) - WACC \cdot C, \quad (2.31)$$

kde *EBIT* je zisk před úroky a daněmi a *t* je sazba daně z příjmu.

Na základě výše uvedených vzorců vyplývá, že ke kladné hodnotě ukazatele EVA dochází v případě, kdy je zisk z provozní činnosti po zdanění vyšší než požadavky na kapitál.

EVA na bázi hodnotového rozpětí se vypočítá jako rozdíl rentability nákladů a váženého průměrného nákladu kapitálu, který je dále vynásoben hodnotou kapitálu. Vzorec (2.32) je následující.

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.32)$$

kde *ROC* je výnosnost investovaného kapitálu.

Uvedený vzorec pro ukazatel EVA na bázi hodnotové rozpětí vyjadřuje, že výsledná hodnota ukazatele ekonomické přidané hodnoty se zejména odvíjí od rozdílu $ROC - WACC$, který představuje reziduální výnos kapitálu.

Dalším možným výpočtem ukazatele ekonomické přidané hodnoty je **EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí**. V rámci tohoto ukazatele se vychází z výnosu vlastního kapitálu a jeho vztah lze vyjádřit podle vzorce (2.33).

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E, \quad (2.33)$$

kde ROE představuje rentabilitu vlastního kapitálu, R_E jsou náklady vlastního kapitálu a E je vlastní kapitál.

V případě ukazatele EVA na bázi zúženého pojetí hodnotové rozpětí je ze strany vlastníka kladen důraz na rozdíl $ROE - R_E$ neboli *SPREAD*, tak aby byl co největší. Jen v tomto případě plyne vlastníkově z investice do podniku větší zisk, než jaký by měl z alternativní investice.

Ukazatel **EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí** umožňuje hodnotit relativní výkonnost podniku. Vzorec (2.34) pro výpočet této modifikace je následující.

$$EVA / E = (ROE - R_E). \quad (2.34)$$

V rámci tohoto ukazatele nedochází k ovlivňování výsledné hodnoty ze strany vlastního kapitálu. EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí bývá nejčastěji využívána při mezipodnikovém srovnávání.

2.3.2 Možnosti stanovení nákladů kapitálu

Velikost nákladů na kapitál je nezbytné vědět z důvodu rozhodování o přijetí možných variant, týkajících se nejen hodnocení výkonnosti, ale také při realizaci investičních projektů, výběru vhodného zdroje financování majetku společnosti či oceňování podniku. Na náklady kapitálu lze pohlížet ze strany investora a ze strany podniku, přičemž platí vztah, že výnosnost kapitálu pro investora se rovná nákladu kapitálu pro podnik.

V rámci cenového zatížení je pro podnik nejlevnější financovat svou činnost z krátkodobého cizího kapitálu, následně z dlouhodobého cizího kapitálu a nejdražší je pro danou společnost financovat svou aktivitu z vlastního kapitálu. V ceně kapitálu se odráží zejména rizikovost jednotlivých položek, což znamená, že se velikost nákladu kapitálu odvíjí

od bezrizikové sazby R_F a rizikové premie R_P . Podstupovaná rizika jsou obecně rozdělována na systematické a nesystematické rizika. Systematické riziko je charakteristické tím, že je pro všechny podniky stejné a plyne z celkového vývoje ekonomiky. Naopak nesystematické riziko neboli specifické riziko představuje jedinečné riziko, které podstupuje konkrétní podnik.

Při sestavování nákladů kapitálu se rozlišují náklady na celkový kapitál, jinak řečeno vážené průměrné náklady kapitálu či WACC, které se dále skládají z nákladů na cizí kapitál a z nákladů na vlastní kapitál.

Náklady na celkový kapitál obsahují všechny možné formy kapitálu, mezi které se řadí již zmiňované náklady na úročený cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál. Tyto náklady na celkový kapitál lze vyčíslit prostřednictvím následujícího vzorce (2.35).

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.35)$$

kde $WACC$ jsou vážené průměrné náklady kapitálu, R_D jsou náklady na úročený cizí kapitál, t je sazba daně z příjmu, D je úročený cizí kapitál, R_E jsou náklady vlastního kapitálu, E je vlastní kapitál a součet $D + E$ představuje celkový investovaný kapitál společnosti.

Náklady na cizí kapitál jsou specifikovány několika hledisky, mezi které je možné zařadit hledisko času, efektivnosti a bonity dlužníka. Náklady na cizí kapitál obsahují úročená pasiva nejčastěji ve formě dluhopisů a úvěrů. Dále jsou jejich součástí mimorozvahové položky týkající se leasingu. Naopak se zde neřadí neúročená pasiva v podobě závazků vůči dodavatelům a rezervy. Náklady na cizí kapitál lze vypočítat jako vážený průměr z úrokových sazeb placených z uvedených forem cizího kapitálu.

Náklady na dluhopisy lze stanovit jako výnos do splatnosti dluhopisu podle vzorce (2.36).

$$P_D = \sum_{t=1}^T c_t \cdot (1 + R_D)^{-t} + NV \cdot (1 + R_D)^{-T}, \quad (2.36)$$

kde P_D je tržní cena dluhopisu, c je kupónová platba, T je doba do splatnosti dluhopisu, NV je nominální hodnota dluhopisu.

Při stanovení *nákladů na leasing* je postup obdobný. Postup výpočtu je uvedený ve vzorci (2.37).

$$P_L = \sum_{t=1}^N LP_t \cdot (1 + R_D)^{-t} + ZC \cdot (1 + R_D)^{-T}, \quad (2.37)$$

kde P_L je cena předmětu leasingu, LP_t je leasingová platba, N je doba pronájmu a ZC je zůstatková cena předmětu leasingu.

Náklady na úvěry lze získat poměrně snadno, jelikož dochází jen k úpravě úrokové míry o daňový štít. Vzorec (2.38) je následující.

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.38)$$

kde i je úroková míra plynoucí z dluhu a t je sazba daně.

Pokud má daný podnik odlišnou strukturu úvěrů, je možné náklady na cizí kapitál vypočítat jako vážený aritmetický průměr z úrokových sazeb vázaných k daným úvěrům. Vztah výpočtu je uveden ve vzorci (2.39).

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav bankovních úvěrů}}. \quad (2.39)$$

Náklady na vlastní kapitál jsou brány jako dražší forma financování činností podniku než náklady na cizí kapitál. Obecně lze na náklady na vlastní kapitál pohlížet jako na výnosové očekávání jednotlivých investorů, přičemž tento požadovaný výnos investorů je dán výší alternativního výnosu stejně rizikové investice. Riziko vlastníka je tedy podstatnější než riziko věřitele při vkládání prostředků do společnosti. Dalším faktorem působícím na rozdílnost mezi náklady na vlastní kapitál a náklady na cizí kapitál je daňový štít, který v případě nákladů na vlastní kapitál nelze uplatnit.

Stanovení nákladů na vlastní kapitál je považováno za složitější úlohu. Vyskytuje se mnoho způsobů prostřednictvím, kterých lze náklady na vlastní kapitál vyčíslit. Mezi ty nejznámější varianty se řadí

- model oceňování kapitálových aktiv - CAPM,
- arbitrážní model oceňování - APM,
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

Model oceňování kapitálových aktiv je převážně určen k aplikaci na vyspělých kapitálových trzích, tedy zejména v anglosaských zemích. Tento model je označován jako

rovnovážný model, kde je jeho rovnováha dána mezním sklonem očekávaného výnosu a rizika, který je pro všechny investory shodný. Východiskem modelu CAPM je rozdělení celkového rizika na riziko systematické a nesystematické, kde významným podstupovaným rizikem je právě systematické tržní riziko. Tento model má řadu modifikací. Konkrétně je v níže uvedeném vzorci (2.40) uveden model CAPM-SML beta verze.

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.40)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia, $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia a závorka $[E(R_M) - R_F]$ představuje rizikovou prémii kapitálového trhu.

I přes skutečnost, že bezriziková aktiva neexistují, jsou pro hodnoty R_F brány jako podkladové aktiva desetileté státní dluhopisy. Riziková premie je měřená jako rozdíl očekávané výnosnosti trhu a bezrizikové sazby. Konkrétně se výnosnost trhu stanovuje prostřednictvím globálních akciových indexů. Koeficient β_E vypovídá o citlivosti investice vůči trhu. S rostoucí hodnotou tohoto koeficientu roste i riziko investování do dané akcie. Koeficient je ovlivňován zadlužeností podniku, a proto je důležité základní koeficient nezadlužené bety převést na zadluženou, a to za prostřednictvím vzorce (2.41).

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1-t) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (2.41)$$

kde β^L je koeficient beta zadlužené firmy, β^U je koeficient beta nezadlužené firmy, t je sazba daně z příjmu a D/E je zadluženost vlastního kapitálu.

Arbitrážní model oceňování je obdobou modelu oceňování kapitálových aktiv, jelikož také klade hlavní důraz na systematické neboli tržní riziko. Jedná se o vícefaktorový model a jeho rovnovážnou podmínkou je nemožnost vzniku arbitráže. Základní vztah (2.42) pro model APM je následující.

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F], \quad (2.42)$$

kde β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru a $E(R_j)$ je očekávaný výnos j -tého faktoru.

Hlavní podstatou *dividendového modelu* je hodnota akcie, která je určena jako současná hodnota příjmů z dané akcie, a to nejčastěji v podobě dividendy. Tento model je vhodné využívat u společností, které vyplácejí dividendy pravidelně. Výpočet dividendového modelu, v případě kdy je předpokládána nekonečně dlouhá držba akcií a konstantní hodnota dividend, je uveden ve vzorci (2.43).

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}, \quad (2.43)$$

kde DIV představuje hodnotu dividend.

Pokud je v následujících letech předpokládán růst hodnoty dividend tempem g , změní se výpočet (2.44) tohoto modelu takto.

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} + g. \quad (2.44)$$

Stavebnicové modely, které jsou využívány i Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR, jsou typické svou nenáročností informací z kapitálového trhu. Tento model je využíván v zemích s málo rozvinutým kapitálovým trhem a také s krátkou dobou fungování tržní ekonomiky. Alternativní náklad vlastního kapitálu lze pomocí tohoto modelu určit jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií. Konkrétní výpočet nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy podle stavebnicového modelu se nachází ve vzorci (2.45).

$$WACC_U = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finstab}} + R_{LA}, \quad (2.45)$$

kde $WACC_U$ jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, R_F je bezriziková úroková míra, $R_{\text{podnikatelské}}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, R_{finstab} je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability a R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Celkové náklady zadlužené firmy lze získat podle MMII pomocí níže uvedeného vzorce (2.46).

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D_z}{A} \cdot t\right), \quad (2.46)$$

kde $WACC_L$ jsou náklady celkového kapitálu zadlužené firmy, D_z je rozdílem úplatných zdrojů a vlastního kapitálu, A jsou celková aktiva a t je sazba daně z příjmu.

Následně je možné stanovit náklady vlastního kapitálu podle vzorce (2.47).

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{E}{A}\right)}{\frac{E}{A}}, \quad (2.47)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje a získají se jako součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a emitovaných obligací, A jsou aktiva, CZ je čistý zisk, Z je hrubý zisk, UM je úroková míra a E je vlastní kapitál.

Náklady kapitálu nezádlužené firmy jsou dány bezrizikovou sazbou, a to konkrétně desetiletého státního dluhopisu a rizikovými přírážkami, jejichž stanovení je individuální.

Riziková přírážka vztahující se k produkční síle $R_{podnikatešské}$ se odvíjí od ukazatele $EBIT / A$, jež se poměruje s ukazatelem $X1$. Výpočet je uveden v následujícím vzorci (2.48).

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM, \quad (2.48)$$

který představuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. V případě, kdy je $\frac{EBIT}{A} > X1$, dochází ke stanovení ukazatele $R_{podnikatešské}$ na základě doporučené minimální

hodnoty typické pro dané odvětví. Pokud dojde k situaci, kdy je $\frac{EBIT}{A} < 0$, pak se

$R_{podnikatešské} = 10\%$. Poslední možností může být, že se $0 \leq \frac{EBIT}{A} \leq X1$. V tomto případě se

$$R_{podnikatešské} = \left(\frac{X1 - EBIT / A}{X1}\right)^2 \cdot 0,1.$$

Základem rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity R_{fnstab} je ukazatel celkové likvidity, jehož výpočet se nachází ve vzorci (2.49).

$$L3 = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{kr.závazky} + \text{bank.úvěry a výpomoci} - \text{dl.bank.úvěry}}. \quad (2.49)$$

Důležitou součástí výpočtu jsou mezní hodnoty $XL1$ a $XL2$, z nichž vyplývá, že pokud je $L3 \leq XL1$, pak se $R_{finstab} = 10\%$. Je-li $L3 \geq XL2$, potom se $R_{finstab} = 0\%$ a v případě, kdy

$$\text{je } XL1 < L3 < XL2, \text{ pak se } R_{finstab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1.$$

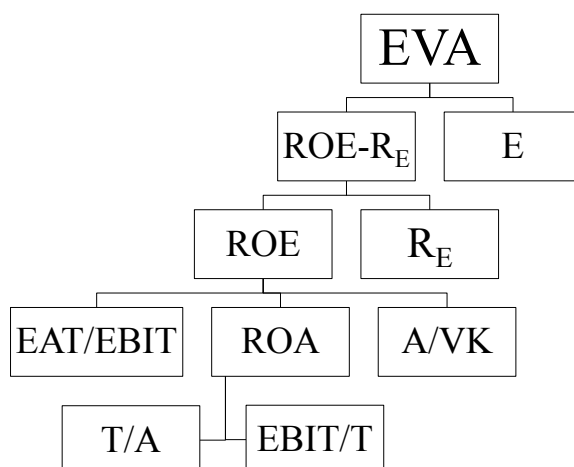
Stanovení rizikové přírážky odrážející velikost podniku R_{LA} vychází z již zmiňované proměnné úplatné zdroje, kde pokud je $UZ \geq 3 \text{ mld. Kč}$, tak se $R_{LA} = 0\%$. Je-li hodnota $UZ \leq 0,1 \text{ mld. Kč}$, potom se $R_{LA} = 5\%$. Nachází-li se hodnota UZ v intervalu od $0,1 \text{ mld. Kč}$ do 3 mld. Kč , pak se $R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2$.

2.3.3 Pyramidový rozklad a analýza odchylek

K identifikaci faktorů zapříčiňujících odchylky působící na konkrétní ukazatel slouží pyramidové rozklady. Pomocí nich dochází k postupnému rozkladu vrcholového ukazatele na jednotlivé ukazatele, kde díky tomuto postupu lze analyzovat vzájemné vazby působící mezi dílčími ukazateli a vrcholovým ukazatelem. Vybraný cílový ukazatel tvoří vrchol pyramidy a v dalších úrovních, které tvoří dva či více ukazatelů, se formuje tvar blížící se pyramidě.

V rámci finanční analýzy a měření finanční výkonnosti vybraného podniku je důležitou fází stanovení hodnoty ukazatele EVA a jeho následné podrobení pyramidovému rozkladu, jehož struktura se nachází v následujícím schéma 2.2.

Schéma 2.2 Pyramidový rozklad ukazatele EVA



Zdroj: Dluhošová (2010, s. 113)

Uvedený pyramidový rozklad ukazatele EVA, vycházející ze vzorce (2.33), je dále zkoumán prostřednictvím analýzy odchylek, kde s využitím této analýzy lze provést rozbor vlivů jednotlivých ukazatelů působících na vrcholový ukazatel. Rozklad konkrétního ukazatele je možné provést pomocí dvou typů vazeb, mezi které se řadí aditivní a multiplikativní vazby.

Aditivní vazba představuje součet nebo rozdíl mezi dílčími ukazateli a platí zde vztah $x = \sum_i a_i = a_1 + a_2 + \dots + a_n$. Výpočet vlivu u této varianty se provádí podle vzorce (2.50).

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x. \quad (2.50)$$

Multiplikativní vazbou se rozumí součin či podíl mezi dílčími ukazateli a jsou vázány vztahem $x = \prod_i a_i = a_1 \cdot a_2 \cdot \dots \cdot a_n$.

V souvislosti s multiplikativní vazbou se vyskytuje několik forem, prostřednictvím kterých lze analýzu odchylek aplikovat. Mezi základní varianty se řadí metoda postupných změn, metoda rozkladu se zbytkem, logaritmická metoda rozkladu, funkcionální metoda rozkladu či integrální metoda rozkladu.

Metoda postupných změn spočívá v separaci celkové odchylky mezi dílčí vlivy. Mezi výhody metody postupných změn se řadí zejména jednoduchost a také rozklad beze zbytku. Nevýhodou této metody je závislost na pořadí jednotlivých ukazatelů, která může podstatně ovlivnit výpočet. Konkrétně v rámci součinu tří dílčích ukazatelů, $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$, je analýza odchylek provedena podle níže uvedených vztahů ve vzorci (2.51).

$$\begin{aligned} \Delta x_{a_1} &= \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a_2} &= a_{1,1} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a_3} &= a_{1,1} \cdot a_{2,1} \cdot \Delta a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \end{aligned} \quad (2.51)$$

V případě obecného pojetí uvedených vzorců lze pro libovolný počet jednotlivých ukazatelů vyčíslit vlivy následovně podle vzorce (2.52).

$$\Delta x_{a_i} = \prod_{j<i} a_{j,0} \cdot \Delta a_i \cdot \prod_{j>i} a_{j,1} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \quad (2.52)$$

Metodou rozkladu se zbytkem je provedena analýza odchylek tak, že vzniká zbytková složka v důsledku kombinace současných změn více ukazatelů. Zmíněný zbytek je považován za hlavní nevýhodu této metody. Naopak pozitivem, oproti předchozí metodě postupných změn, je nulový vliv na pořadí daných ukazatelů. V případě součinu tří konkrétních ukazatelů, $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$, za předpokladu, že jednotlivým vlivům odpovídá shodná část zbytku, je analýza odchylek dána následovně pomocí vzorce (2.53).

$$\begin{aligned} \Delta x_{a_1} &= \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \\ \Delta x_{a_2} &= a_{1,0} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \\ \Delta x_{a_3} &= a_{1,0} \cdot a_{2,0} \cdot \Delta a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \end{aligned} \quad (2.53)$$

kde je zbytek vyjádřen prostřednictvím vztahu (2.54).

$$R = \Delta y_x - [\Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} + a_{1,0} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} + a_{1,0} \cdot a_{2,0} \cdot \Delta a_3] \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \quad (2.54)$$

V rámci obecné formy určené pro jakoukoliv řadu ukazatelů je možné výpočty provést podle vzorce (2.55).

$$\Delta x_{a_i} = \Delta a_i \cdot \prod_{j \neq i}^n a_{j,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{n}, \quad (2.55)$$

Se zbytkovou složkou uvedenou ve vzorci (2.56).

$$R = \Delta y_x - \Delta a_i \cdot \prod_{j \neq i}^n a_{j,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \quad (2.56)$$

Podstatou *logaritmické metody rozkladu* je to, že se zabývá spojitými výnosy. Tato metoda představuje současnou změnu všech ukazatelů při vysvětlení dílčích vlivů. Logaritmickou metodu rovněž neovlivňuje pořadí ukazatelů a rovněž nevzniká žádná

zůstatková hodnota, což lze považovat za pozitiva této metody. Naopak podstatnou nevýhodou je nemožnost využití logaritmické metody rozkladu v případě vyskytování záporných indexů. Vlivy jednotlivých ukazatelů jde za pomoci této metody stanovit podle vzorce (2.57).

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x, \quad (2.57)$$

kde $I_x = \frac{x_1}{x_0}$ je index analyzovaného ukazatele a $I_{a_i} = \frac{a_{i,1}}{a_{i,0}}$ jsou indexy dílčích ukazatelů.

Funkcionální metoda rozkladu se zabývá diskretními výnosy. V rámci této metody dochází při vysvětlení dílčích vlivů k zohlednění současných vlivů veškerých ukazatelů. Výhody funkcionální metody rozkladu se shodují s výhodami logaritmické metody a navíc je zde i zahrnuta možnost využití této metody při existenci záporných indexů. Při rovnoměrném dělení zbytkové hodnoty a konkrétně součinu tří dílčích ukazatelů, $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$, je možné analýzu odchylek provést následovně prostřednictvím vzorce (2.58).

$$\begin{aligned} \Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_2} \cdot R_{a_3} \right) \cdot \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_3} \right) \cdot \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_3} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_3} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_2} \right) \cdot \Delta y_x, \end{aligned} \quad (2.58)$$

kde význam jednotlivých proměnných je $R_{a_j} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}$, $R_x = \frac{\Delta x}{x_0}$ a $\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}$.

V případě součinu dvou dílčích ukazatelů, $x = a_1 \cdot a_2$, je postup uveden ve vzorci (2.59).

$$\begin{aligned} \Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} \right) \cdot \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} \right) \cdot \Delta y_x. \end{aligned} \quad (2.59)$$

V rámci obecného výpočtu analýzy odchylek prostřednictvím funkcionální metody rozkladu lze vycházet ze vzorce (2.60).

$$\Delta x_{a_i} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_i} \cdot \left(1 + \sum_{j \neq i} \frac{1}{2} \cdot R_{a_j} + \sum_{j \neq i} \sum_{\substack{k \neq i \\ k > j}} \frac{1}{3} \cdot R_{a_j} \cdot R_{a_k} + \sum_{j \neq i} \sum_{\substack{k \neq i \\ k > j}} \sum_{\substack{m \neq i \\ m > k}} \frac{1}{4} \cdot R_{a_j} \cdot R_{a_k} \cdot R_{a_m} + \dots \right) \cdot \Delta y_x. \quad (2.60)$$

Integrální metoda rozkladu má obdobný postup výpočtu vlivů jednotlivých ukazatelů jako funkcionální metoda rozkladu. Rozdíl spočívá v zahrnutí pouze lineární složky Taylorova rozvoje 1. stupně. Analýza odchylek je Integrální metodou rozkladu provedena podle vztahu (2.61).

$$\begin{aligned} \Delta x_{a_1} &= \frac{R_{a_1}}{R_{x'}} \cdot \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_2} &= \frac{R_{a_2}}{R_{x'}} \cdot \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_3} &= \frac{R_{a_3}}{R_{x'}} \cdot \Delta y_x, \end{aligned} \quad (2.61)$$

kde význam uvedených ukazatelů je $R_{a_j} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}$ a $R_{x'} = \frac{\Delta x'}{x_0}$.

2.3.4 Analýza citlivosti vlivů

Pomocí analýzy citlivosti vlivů se zkoumá, jaký dopad bude mít změna zvoleného dílčího parametru na vrcholový ukazatel. Tato analýza se v odborné literatuře také nachází pod pojmem „What If...“ neboli „Co když...“ a provádí se vynásobením konkrétního faktoru veličinou $(1+\alpha)$. Obecný vztah pro výpočet je uveden v následujícím vzorci (2.62), kde je-li syntetický finanční ukazatel formulován jako funkce dílčích ukazatelů

$$U = f(F_1, F_2, \dots, F_n), \quad (2.62)$$

potom je možné citlivost souhrnného ukazatele na první faktor určit buď jako hodnotu při změně faktoru prostřednictvím vzorce (2.63).

$$U_{1+\alpha}^{F_1} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, \dots, F_n], \quad (2.63)$$

nebo jako přírůstek hodnoty v důsledku změny faktoru podle níže uvedeného vzorce (2.64).

$$\Delta U_{\alpha}^{F_i} = U_{1+\alpha}^{F_i} - U = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2, \dots, F_n] - U. \quad (2.64)$$

Podmínkou citlivostní analýzy je to, že se hodnota parametru α musí nacházet v intervalu $\langle -1; 1 \rangle$.

3 Charakteristika a analýza finanční výkonnosti vybraného podniku

Úvod této kapitoly se zaměřuje na představení vybraného podniku, který je v následujících částech podroben analýze finanční výkonnosti v časovém horizontu 2008 až 2013, a to nejprve prostřednictvím tradičních metod měření výkonnosti v podobě vertikální, horizontální, vertikálně-horizontální analýzy a poměrové analýzy. Následně je provedena analýza souhrnných hodnotících modelů, mezi které se řadí Altmanův model, Taflerův model, Kralickuv Quick-test a Index IN01.

Nejdůležitější částí je hodnocení finanční výkonnosti pomocí moderní metodiky, která je v rámci této diplomové práce zastoupena ukazatelem EVA, kde jsou v prvním kroku stanoveny náklady kapitálu a následně je vyčíslena hodnota ekonomické přidané hodnoty podniku na bázi zúženého pojetí hodnotného rozpětí v časovém horizontu 2008 až 2013. V závěru této kapitoly je proveden pyramidový rozklad ukazatele EVA pomocí funkcionální a integrální metody včetně analýzy citlivosti vlivů. Potřebné vstupní údaje o analyzované společnosti jsou čerpány z rozvahy a výkazu zisku a ztráty, které jsou za roky 2008 až 2013 součástí přílohy č. 1, č. 2 a č. 3.

3.1 Základní informace vybraného podniku

Vybraná společnost se primárně zabývá výrobou zboží z papíru a lepenky a podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE se řadí do zpracovatelského průmyslu, konkrétně do oddílu 17 Výroba papíru a výrobků z papíru. Na českém trhu působí tato společnost již od roku 1993 a má sídlo v Ostravě. Za dobu své činnosti se původně malá společnost rozrostla na podnik o střední velikosti se silným postavením v daném regionu působnosti. Tento podnik klade důraz na tradici své výroby a na vztah ke svým dlouholetým a významným zákazníkům. Vstupní materiál v podobě lepenky je dodáván od dvou hlavních dodavatelů a nejdůležitějšími odběrateli jsou středně velké a velké firmy.

Společnost se zaměřuje zejména na výrobu přepravních a prodejních obalů, dále na výrobu reklamních produktů, tiskových archů či doplňkovou výrobu. Specifickým rysem této společnosti je individuální přístup k jednotlivým objednávkám prostřednictvím návrhů jednotlivé konstrukce a vyhotovení vzorků pro případné odzkoušení výrobků. Podklady pro tisk jsou rovněž zhotoveny podle požadavků zákazníka.

Výroba tohoto podniku se řídí předpisy organizace FEFCO neboli Fédération Européenne des Fabricants de Carton Ondulé, která poskytuje všeobecně používanou klasifikaci konstrukce obalů a klasifikaci tříd vlnité lepenky. Zhotovení výrobků se provádí s využitím moderních technologií a strojů.

V průběhu činnosti společnosti došlo k řadě organizačních změn směrem k rozšiřování a celkové expanzi výroby. Do budoucna podnik očekává stejný vývoj a plánuje další rozvoj v podobě pořízení nového stroje a výstavby nového skladu.

3.2 Analýza tradičních metod měření výkonnosti

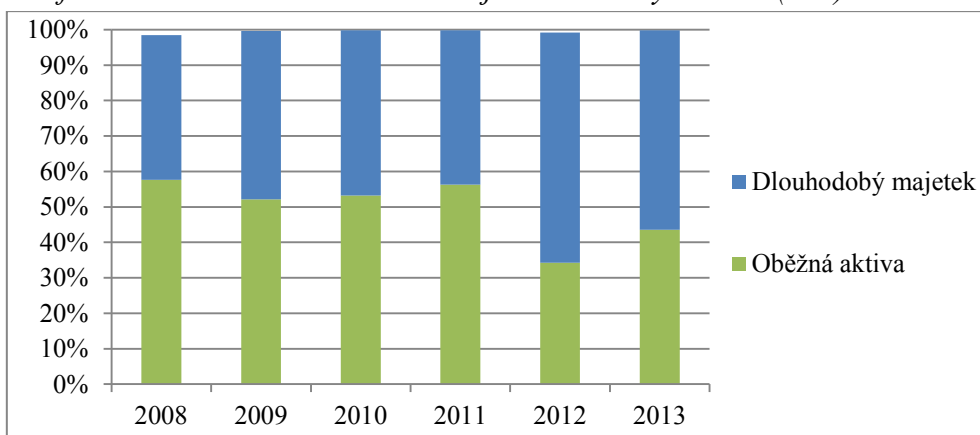
V rámci podkapitoly 3.2, která se zabývá analýzou tradičních metod hodnocení výkonnosti, je nejprve realizována vertikální, horizontální a vertikálně-horizontální analýza a následně analýza poměrových ukazatelů vybrané společnosti v letech 2008 až 2013.

3.2.1 Vertikální analýza

V této podkapitole je aplikována vertikální analýza vybraných výkazů. Konkrétně je zkoumána struktura jednotlivých položek aktiv a pasiv v rozvaze a skladba výkazu zisku a ztráty za období od roku 2008 do roku 2013. Postup jednotlivých výpočtů je proveden podle vzorce (2.1). Výsledné hodnoty vertikální analýzy jsou součástí přílohy č. 4.

Vertikální analýza aktiv se zabývá strukturou majetku podniku. Základní hodnotou výpočtu, ke které jsou poměřovány zvolené položky, je velikost celkových aktiv. V grafu 3.1 je uvedena struktura dlouhodobého majetku a oběžných aktiv v časovém horizontu 2008 až 2013.

Graf 3.1 Struktura dlouhodobého majetku a oběžných aktiv (v %)

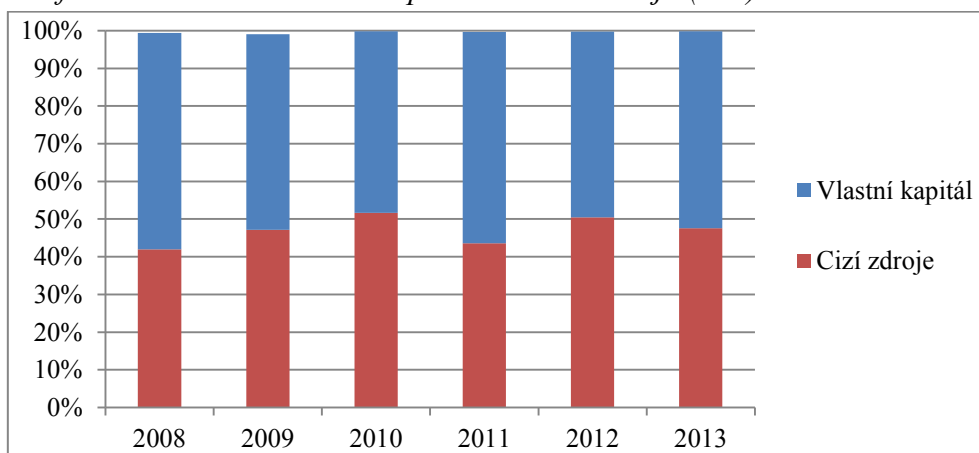


Z grafu 3.1 je patrné, že v období 2008 až 2013 docházelo ke změnám poměru mezi dlouhodobým majetkem a oběžnými aktivy. Až do roku 2011 tvořila z celkového pohledu větší část oběžná aktiva, jejichž velikost se v průměru nacházela okolo 55 %. Avšak v roce 2012 nastal zlom z důvodu zvýšených investic do dlouhodobého majetku, který se v tomto roce zvýšil o 21 p. b., tj. na 65 %.

Největší část celkových aktiv zaujímal, v rámci dlouhodobého majetku, dlouhodobý hmotný majetek, který v roce 2008 vykazoval nejnižší hodnotu na úrovni 41 % a v roce 2012 dosáhl svého maxima ve výši 65 %. V oblasti oběžného majetku měly největší podíl na celkových aktivech krátkodobé pohledávky, které v roce 2008 tvořily 42 % na celkových aktivech a byly v tomto roce největší. Následně se vývoj procentuálního podílu vůči celkovým aktivům snižoval. Nejmenší složku celkových aktiv, která se pohybovala okolo 1 %, tvořil z důvodu výrobního charakteru společnosti dlouhodobý nehmotný majetek a také časové rozlišení.

Vertikální analýza pasiv se poměřovalo zastoupení jednotlivých položek pasiv k bilanční sumě pasiv za časové období 2008 až 2013. Podíl vlastního kapitálu a cizích zdrojů na celkových pasivech se nachází v níže uvedeném grafu 3.2.

Graf 3.2 Struktura vlastního kapitálu a cizích zdrojů (v %)

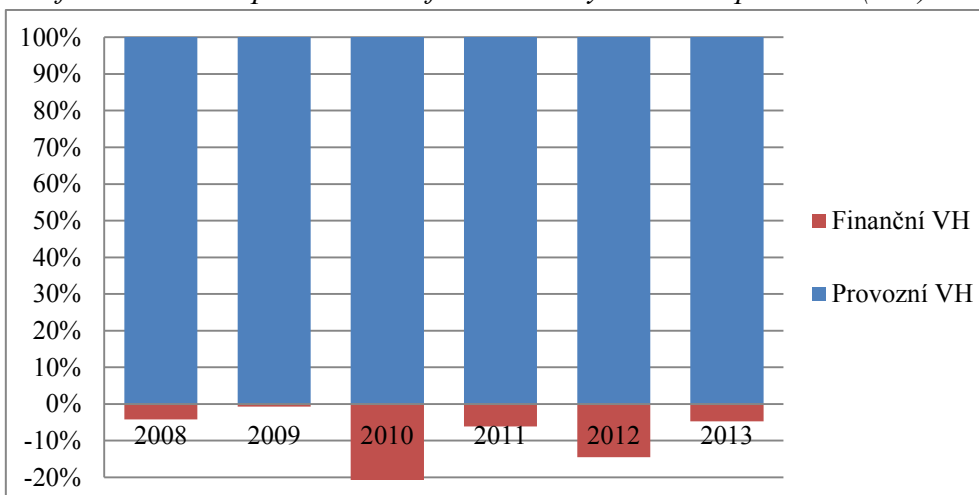


Z grafu 3.2 vyplývá, že až na roky 2010, kdy byla velikost cizích zdrojů ve výši 51,6 % a 2012 s hodnotou cizích zdrojů na úrovni 50,5 %, měl analyzovaný podnik ve sledovaném období větší poměr vlastního kapitálu. Největší podíl měl vlastní kapitál na celkových pasivech v roce 2008, a to ve výši 57,5 % a následně v roce 2011 na úrovni 56 %. Při srovnání zdrojů financování v podobě vlastního kapitálu a cizích zdrojů se strukturou dlouhodobého majetku a oběžných aktiv do roku 2011 lze vypožorovat, že podnik své vlastní zdroje, které jsou pro něj dražší, využíval i k financování oběžného majetku.

V rámci celkových pasiv v letech 2008 až 2013 měl největší zastoupení výsledek hospodaření minulých let, který spadá do oblasti vlastního kapitálu. V průměru tato položka tvořila 44 % z celkových pasiv. Dále lze za důležitou veličinu považovat krátkodobé závazky, jejichž hodnota byla v analyzovaném období okolo 28 %. Vývoj podílu bankovních úvěrů a výpomoci byl značně proměnlivý a v roce 2008 tvořil vůči celkovým pasivům pouze 9 %. Naopak v roce 2012 vykazoval nejvyšší hodnotu, a to 28 %. Zanedbatelný podíl měly kapitálové a rezervní fondy, základní kapitál, dlouhodobé závazky a časové rozlišení, jejichž hodnota vzrostla maximálně na 1,18 % k sumě pasiv.

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty se zabývá jednotlivými náklady a výnosy. Výkaz zisku a ztráty vybraného podniku obsahuje pouze provozní a finanční výsledek hospodaření. Daná společnost nevykazovala ve sledovaném období 2008 až 2013 žádné mimořádné výnosy či náklady. Z tohoto důvodu je v následujícím grafu 3.3 uvedena jen struktura provozního a finančního výsledku hospodaření.

Graf 3.3 Struktura provozního a finančního výsledku hospodaření (v %)



Z grafu 3.3 lze vypožorovat, že hodnoty finančního výsledku hospodaření v časovém horizontu 2008 až 2013 byly vždy záporné a v rámci celkového výsledku hospodaření tvořily nepatrnou součást. Na kladném výsledku hospodaření se podílel jen provozní výsledek hospodaření, kde největší část na provozních výnosech zaujímaly v letech 2008 až 2013 tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, které v průměru dosahovaly 89 %. Ostatní položky tvořící provozní výnosy již představovaly nepodstatnou část. Řadily se mezi ně tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, aktivace a ostatní provozní výnosy.

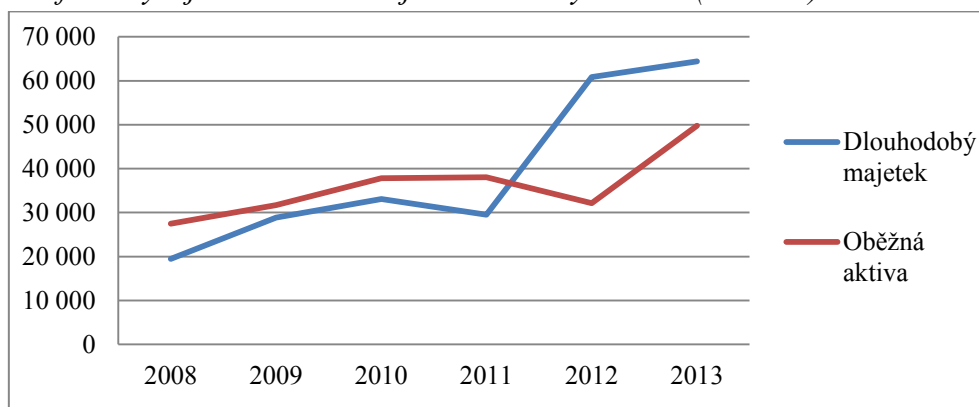
Hlavním provozním nákladem byly v časovém horizontu 2008 až 2013 náklady vynaložené na spotřebu materiálu a energie s hodnotou okolo 58 %. Dalšími výraznými náklady byly osobní náklady a služby, jejichž podíly vůči celkovým nákladům se nacházely v rozmezí od 12 % do 21 %. Nejmenší část tvořily náklady vynaložené na prodané zboží, daně a poplatky, odpisy dlouhodobého majetku či ostatní provozní náklady.

3.2.2 Horizontální analýza

V této podkapitole dochází prostřednictvím horizontální analýzy ke zkoumání vývoje vybraných položek aktiv a pasiv v rozvaze a údajů ve výkazu zisku a ztráty v rámci sledovaného období 2008 až 2013. Pro absolutní změnu je využit vzorec (2.2) a pro relativní změnu vzorec (2.3). Výpočty horizontální analýzy jsou uvedeny v příloze č. 5.

Horizontální analýza aktiv se v grafu 3.4 zabývá konkrétním vývojem dlouhodobého majetku a oběžných aktiv, jež tvoří hodnotu celkových aktiv. Rostoucí trend celkových aktiv vybraného podniku odráží jeho nastavenou politiku, která spočívá v rozšiřování a budování společnosti.

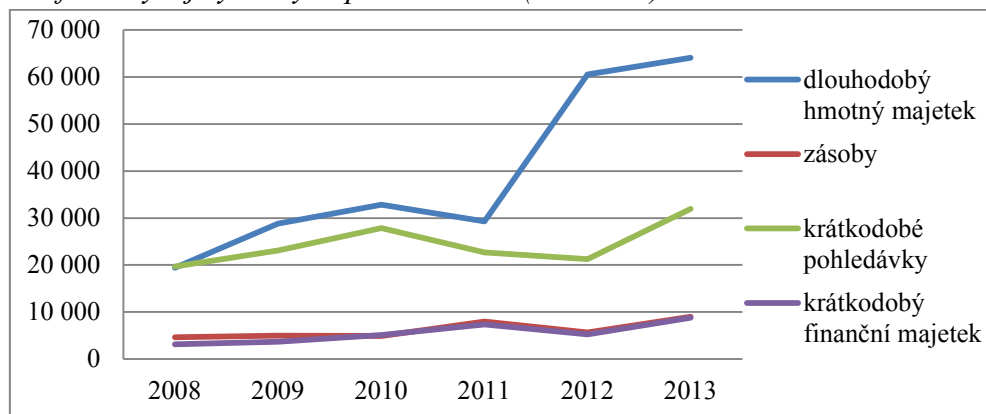
Graf 3.4 Vývoj dlouhodobé majetku a oběžných aktiv (v tis. Kč)



Z hodnot uvedených v grafu 3.4 lze vypožorovat, že v letech 2008 až 2010 byl trend celkových aktiv rostoucí. Úhrnná výše aktiv i přes evidované poklesy vzrostla za sledované období 2008 až 2013 o 66 675 tis. Kč. Hodnota dlouhodobého majetku se výrazně navýšila v roce 2009 o 48 % oproti předcházejícímu roku 2008 z důvodu rozšíření výroby a inovace strojů. V roce 2011 byl zaznamenán mírný pokles dlouhodobého majetku o 11 % oproti roku 2010, avšak v roce 2012 se projevila významná investice do dlouhodobého majetku, která způsobila markantní nárůst o 106 % oproti předešlému roku, v absolutní hodnotě se jednalo o zvýšení v úrovni 31 327 tis. Kč. Oběžná aktiva také vykazovala až do roku 2010 rostoucí vývoj, ten ale v roce 2011 stagnoval a v roce 2012 dokonce přešel k poklesu. Zlomovým

rokem byl pro oběžná aktiva rok 2013, ve kterém došlo k opětovnému růstu ve výši 55 %. Vývoj dílčích položek dlouhodobého majetku a oběžných aktiv je zobrazen v níže uvedeném grafu 3.5.

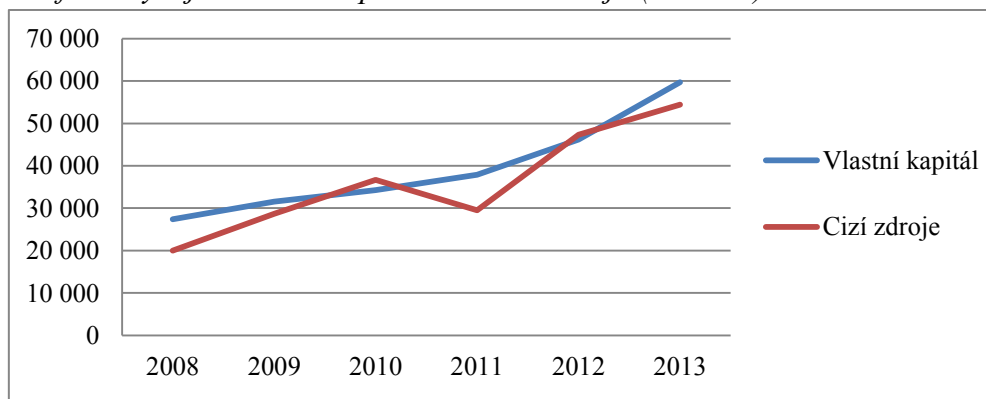
Graf 3.5 Vývoj vybraných položek aktiv (v tis. Kč)



Z grafu 3.5 je viditelné, že vývoj zásob a krátkodobého finančního majetku byl poměrně ustálený oproti variabilnímu dlouhodobému hmotnému majetku. Konkrétně mezi roky 2011 a 2012 došlo u dlouhodobého hmotného majetku k nárůstu o 31 219 tis. Kč

Horizontální analýza pasiv zkoumá v grafu 3.6 vývoj hlavních položek celkových pasiv, mezi které se řadí vlastní kapitál a cizí zdroje. Vzhledem k dodržování bilančních pravidel musí při růstu aktiv také docházet k růstu pasiv, což je v rámci vybraného podniku splněno.

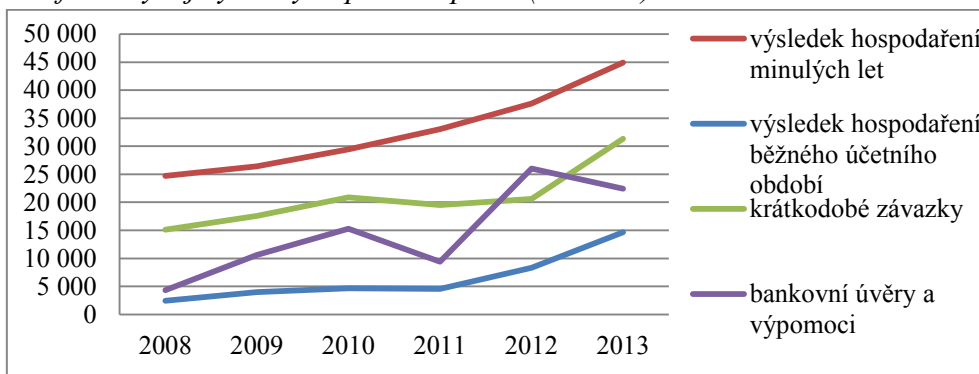
Graf 3.6 Vývoj vlastního kapitálu a cizích zdrojů (v tis. Kč)



Graf 3.6 obsahující hodnoty vlastního kapitálu a cizích zdrojů v letech 2008 až 2013 vykazovaly rostoucí trend. Vývoj vlastního kapitálu byl ve sledovaném období poměrně stabilní. Růst této položky spočíval ve výsledcích hospodaření minulých let a výsledcích hospodaření běžného účetního období, které se podle grafu 3.7 vyvíjely obdobně. Cizí zdroje

se v tomto období potýkaly s výraznější variabilitou, která byla způsobena zejména proměnlivým vývojem krátkodobých závazků a bankovních úvěrů a výpomocí, jejichž meziroční změny jsou rovněž uvedeny v grafu 3.7.

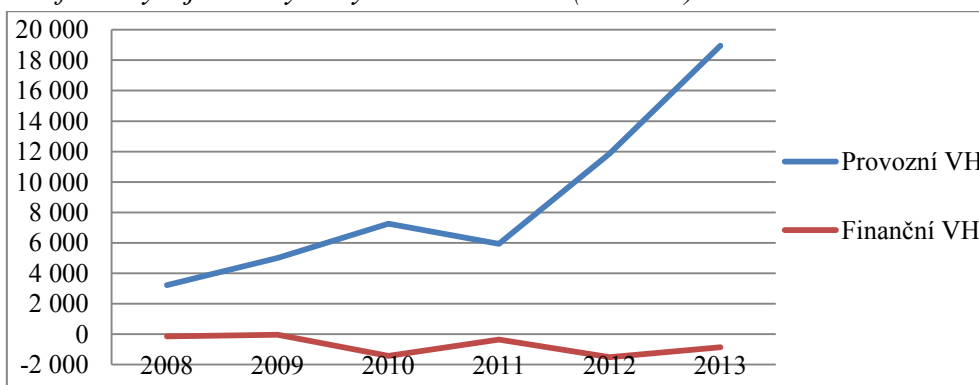
Graf 3.7 Vývoj vybraných položek pasiv (v tis. Kč)



Trend vybraných položek pasiv v grafu 3.7 potvrzuje vývoj vlastního kapitálu a cizích zdrojů v časovém horizontu 2008 až 2013. Konkrétně nejvýznamnější položka pasiv, výsledek hospodaření minulých let, každoročně rostla, kdy tento nárůst byl mezi jednotlivými lety dynamický v rozmezí od 7 % do 19 %. Obdobně vzrůstal také výsledek hospodaření běžného účetního období, což je pro danou společnost pozitivním signálem o úspěšnosti svého podnikání. U položek krátkodobých závazků a bankovních úvěrů a výpomocí lze vypořádat v letech 2012 a 2013 protichůdný směr, který byl způsoben požadavkem na snížení sumy bankovních úvěrů, který ovšem musel být nahrazen jinou formou financování právě v podobě krátkodobých závazků.

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty se zabývá v grafu 3.8 vývojem celkových výnosů a nákladů vybrané společnosti za časový horizont 2008 až 2013. Výnosy a náklady daného podniku jsou pro účely horizontální analýzy rozděleny na dvě základní oblasti, a to na finanční a provozní výsledek hospodaření.

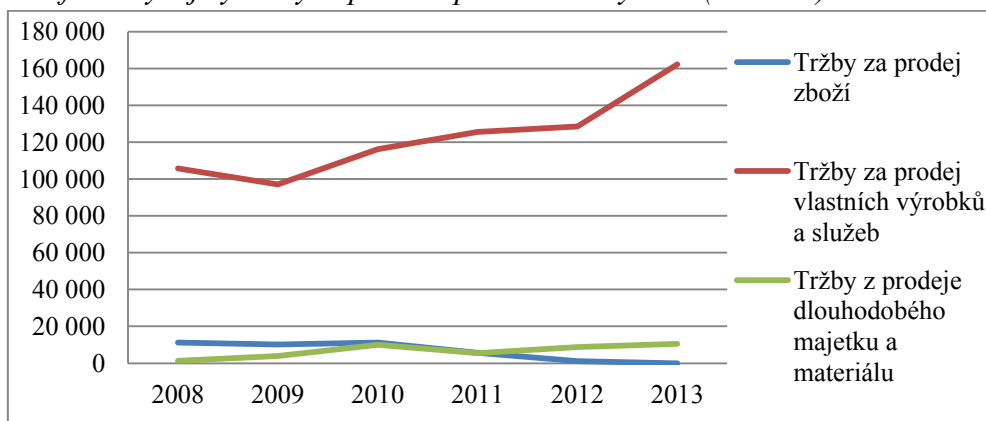
Graf 3.8 Vývoj celkových výnosů a nákladů (v tis. Kč)



Z grafu 3.8 vyplývá, že se vybrané společnosti ve sledovaném období 2008 až 2013 dařilo dosahovat pouze provozního výsledku hospodaření. Vývoj provozního výsledku hospodaření byl v daném časovém období rostoucí s výjimkou roku 2011, kdy byl oproti předcházejícímu roku 2010 evidován pokles o 18 %. Tento pokles byl způsoben restrukturalizací vybraného podniku, která ale v následujících letech umožnila zvýšení výroby a tím i zvýšení příjmů. Proto byl nárůst provozního výsledku hospodaření v roce 2012 oproti loňskému roku o necelých 100 % možný. Finanční výsledek hospodaření vykazoval v letech 2008 až 2013 vždy záporné hodnoty a byl způsoben zejména rostoucími nákladovými úroky a ostatními finančními náklady, které značně převyšovaly výnosové úroky a ostatní finanční výnosy podniku.

V následujícím grafu 3.9 se nachází vývoj konkrétních položek provozních výnosů, které měly v letech 2008 až 2013 na provozní výsledek hospodaření největší vliv.

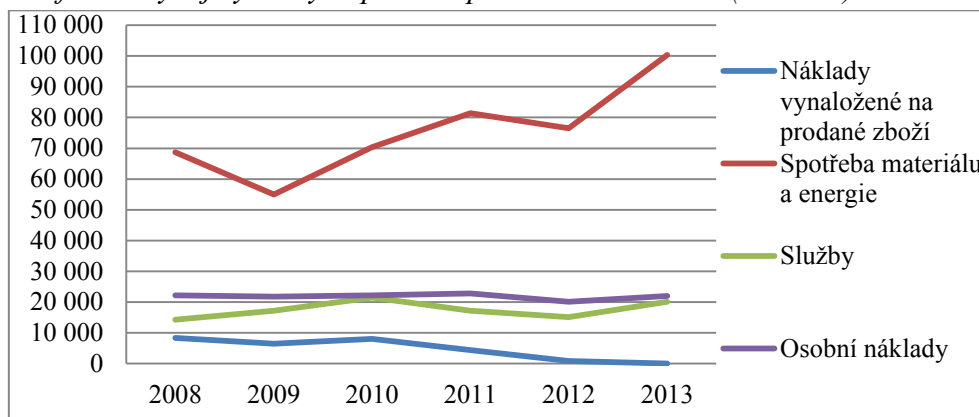
Graf 3.9 Vývoj vybraných položek provozních výnosů (v tis. Kč)



Z údajů uvedených v grafu 3.9 lze vidět, že tržby za prodej zboží byly v časovém horizontu 2008 až 2012 klesající a v roce 2013 dokonce spadly na nulovou hodnotu. Tento jev byl zapříčiněn zaměřením na primární výrobu podniku a upuštěním od vedlejších činností, které se zabývaly právě prodejem zboží. Z tohoto důvodu vzrostly tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v letech 2012 až 2013 o 26 %, což činilo 33 768 tis. Kč. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu se vyvíjely rovněž značně proměnlivě.

Vývoj stěžejních položek provozních nákladů vybrané společnosti v letech 2008 až 2013 je zobrazen v grafu 3.10.

Graf 3.10 Vývoj vybraných položek provozních nákladů (v tis. Kč)



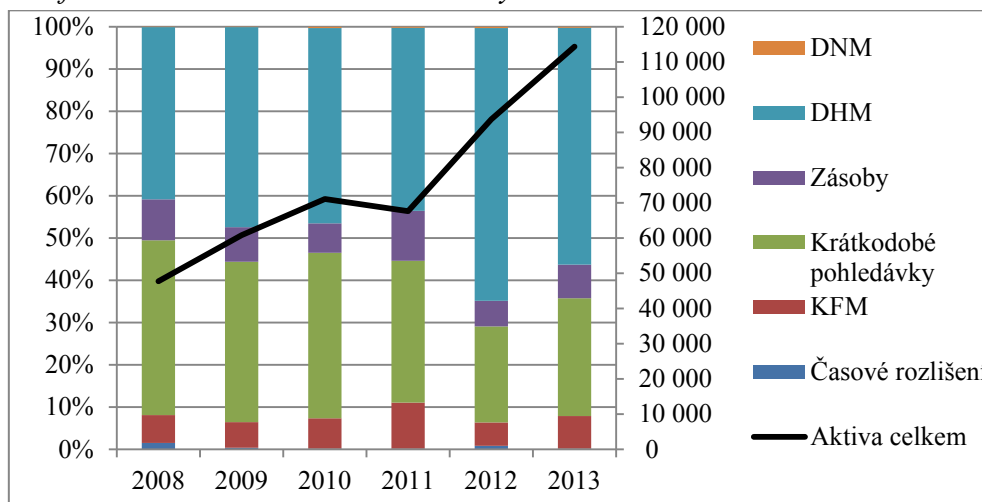
V grafu 3.10 jsou zachyceny vybrané položky provozních nákladů, mezi které patří náklady na vynaložené prodané zboží, spotřeba materiálu a energie, služby a osobní náklady. V souvislosti s poklesem výnosů plynoucích z prodaného zboží a následným ukončením této činnosti v roce 2013 je z uvedeného grafu viditelný stejný vývoj nákladů vynaložených na prodané zboží. Variabilita spotřeby materiálu a energie byla v časovém období 2008 až 2013 vysoká. V roce 2012 se podniku podařilo snížit tyto náklady o 6 % z důvodu optimalizace výroby v rámci celkové restrukturalizace společnosti. Následný nárůst nákladu v podobě spotřeby materiálu a energie byl způsoben zvýšeným počtem uskutečněných zakázek. Vývoj služeb a osobních nákladů se odvíjel podle celkových provozních nákladů.

3.2.3 Vertikálně-horizontální analýza

V rámci této podkapitoly dochází k aplikaci vertikálně-horizontální analýzy aktiv, pasiv, provozních výnosů a provozních nákladů vybraného podniku za období 2008 až 2013. Tato analýza umožňuje komplexní rozbor vývoje zvolených položek v porovnání se změnou struktury v čase.

Vertikálně-horizontální analýza aktiv, která zahrnuje procentuální podíl jednotlivých položek aktiv k celkovým aktivům v jednotlivých letech 2008 až 2013 včetně celkového vývoje aktiv, se nachází v níže uvedeném grafu 3.11.

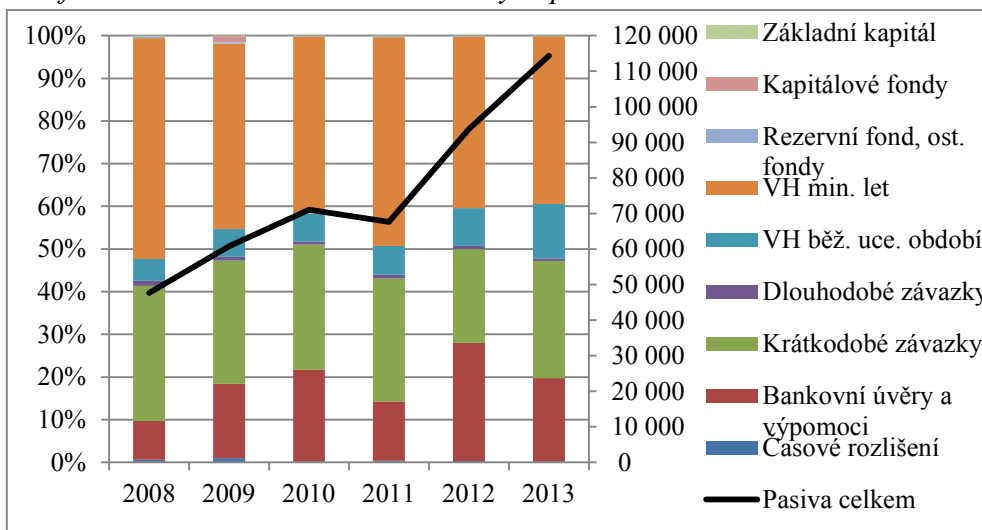
Graf 3.11 Vertikálně-horizontální analýza aktiv



Z uvedeného grafu 3.11 vyplývá, že vývoj celkových aktiv ve sledovaném období 2008 až 2013 odpovídal změnám struktury dlouhodobého hmotného majetku v jednotlivých letech. Konkrétně v letech 2008 a 2009 s rostoucí hodnotou aktiv rostl i dlouhodobý hmotný majetek. V roce 2010 nastal nepatrný pokles dlouhodobého hmotného majetku a ve větší míře následoval i v nadcházejícím roce. Tento pokles v roce 2010 byl prvním příznakem poklesu celkových aktiv v roce 2011. V roce 2012 byla hodnota obou položek opět rostoucí. Ostatní položky tvořící celková aktiva nevykazovaly příliš shodný vývoj.

Vertikálně-horizontální analýza pasiv zabývající se shodou vývoje celkových pasiv a změnami ve struktuře pasiv za období 2008 až 2013 se nachází v grafu 3.12.

Graf 3.12 Vertikálně-horizontální analýza pasiv

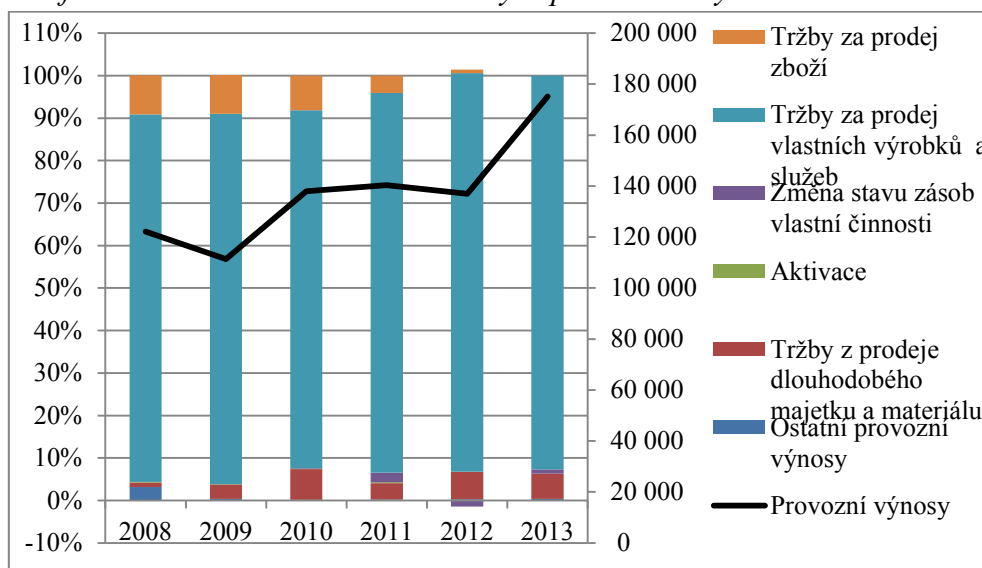


Z údajů v grafu 3.12 lze konstatovat, že obdobný vývoj jako celková pasiva měly ve sledovaném období 2008 až 2013 cizí zdroje, konkrétně bankovní úvěry a výpomoci. V letech

2008 až 2012 byl vývoj uvedených položek souměrný. Zlom nastal v roce 2013, kdy byly výsledné hodnoty protichůdné. Výsledek hospodaření minulých let, který tvořil nejpodstatnější část celkových pasiv, vykazoval v časovém období 2008 až 2013 opačný vývoj. Protichůdné hodnoty byly rovněž zaznamenány u rezervního fondu, ostatního fondu a základního kapitálu.

Vertikálně-horizontální analýza provozních výnosů za časový horizont 2008 až 2013 je zobrazena v následujícím grafu 3.13.

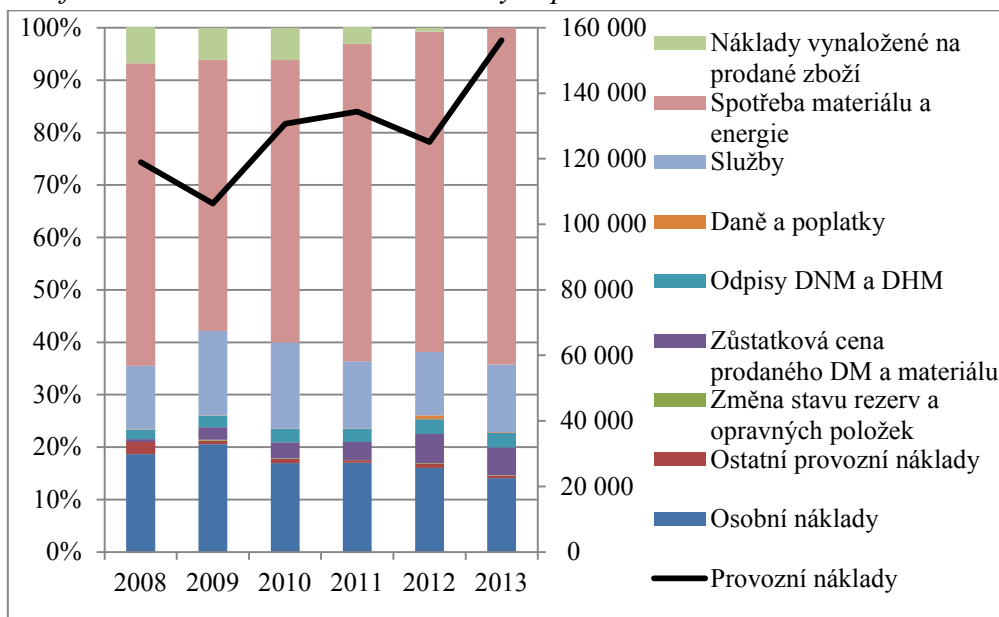
Graf 3.13 Vertikálně-horizontální analýza provozních výnosů



Z grafického zobrazení 3.13 je patrné, že změny ve vývoji celkových provozních výnosů podstatně neovlivnily jejich strukturu. V průběhu let 2008 až 2012 docházelo k výraznému snižování tržeb z prodeje zboží a v roce 2013 byla tato činnost následně ukončena. Největší podíl na celkových provozních výnosech měly ve sledovaném období 2008 až 2013 tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, které měly až na rok 2010, kdy byl zaznamenán mírný pokles, rostoucí trend.

Vertikálně-horizontální analýza provozních nákladů, která se nachází v grafu 3.14, zkoumá vývoj a strukturu celkových provozních nákladů za časové období 2008 až 2013.

Graf 3.14 Vertikálně-horizontální analýza provozních nákladů



Z hodnot uvedených v grafu 3.14 vyplývá, že v letech 2008 až 2011 docházelo v rámci vývoje celkových provozních nákladů ke shodnému vývoji s největší položkou nákladů, kterou představovala spotřeba materiálu a energie. Avšak v roce 2012 nastal protichůdný stav, kdy hodnota provozních nákladů poklesla a naopak spotřeba materiálu a energie vzrostla. U ostatních položek provozních nákladů již nedošlo k podstatné změně struktury, s výjimkou nákladů vynaložených na prodané zboží, jejichž výše se snižovala až do roku 2012 a v roce 2013 byla zaznamenána nulová hodnota z důvodu ukončení této činnosti.

3.2.4 Analýza poměrových ukazatelů

Tato podkapitola se zabývá analýzou poměrových ukazatelů, která se řadí mezi tradiční metody měření výkonnosti. Konkrétně je provedena analýza ukazatelů finanční stability a zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity vybraného podniku za časové období 2008 až 2013. Použité vzorce jsou uvedeny v tabulkách obsahujících výsledné hodnoty.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti vycházejí ze struktury zdrojů financování a z jejich poměru k celkovým aktivům. Vybrané ukazatele této skupiny ukazatelů, včetně jejich výsledných hodnot, se nachází v následujících tabulkách 3.1 a 3.2.

Tabulka 3.1 Hodnoty ukazatelů finanční stability a zadluženosti (v %)

Ukazatel	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl vl. kapitálu na aktivech	2.6	57,45	51,85	48,23	56,00	49,26	52,22
Ukazatel celkové zadluženosti	2.7	41,93	47,17	51,62	43,61	50,45	47,61
Ukazatel zadluženosti vl. kapitálu	2.8	72,98	90,97	107,02	77,87	102,41	91,18

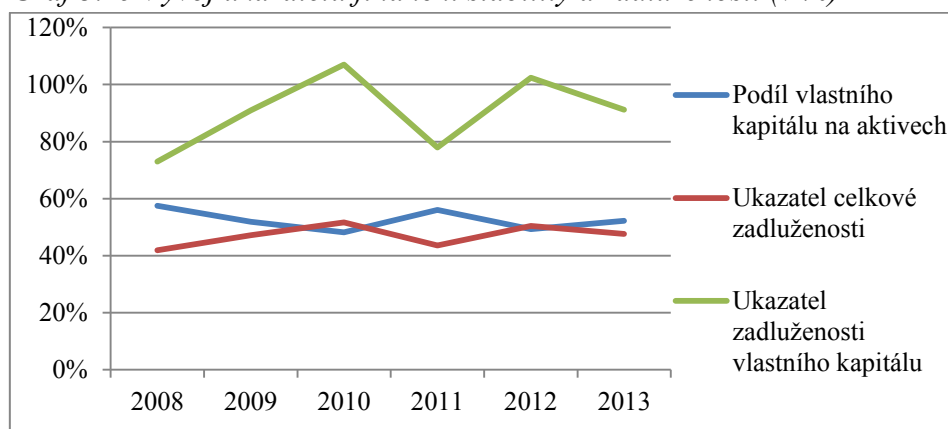
Ukazatelem finanční stability ve výše uvedené tabulce 3.1 je podíl vlastního kapitálu na aktivech, který měl ve sledovaném období 2008 až 2013 poměrně variabilní vývoj. Tento ukazatel vypovídá o tom, že daný podnik byl schopen až na roky 2010 a 2012, kdy došlo k poklesu, z větší části hradit svou činnost z vlastních zdrojů. Nejvyššího podílu vlastního kapitálu na aktivech dosáhla vybraná společnost v roce 2008 s hodnotou 57,45 %.

Poměr celkových dluhů k celkovým aktivům vyjadřuje ukazatel celkové zadluženosti a jeho výše by se měla pohybovat v intervalu od 30 % do 70 %. Z údajů v tabulce 3.1 vyplývá, že vybraný podnik splňoval požadavek na celkovou zadluženost. Nejnížší celková zadluženost byla evidována v roce 2008 ve výši 41,93 % a nejvyšší hodnota tohoto ukazatele byla v roce 2010, a to na úrovni 51,62 %.

Zadluženost vlastního kapitálu má také doporučený interval, ve kterém by měly výsledné hodnoty nacházet. Tímto intervalem je pásmo od 80 % do 120 %. Z tabulky 3.1 je patrné, že výsledky ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu odpovídaly vymezenému intervalu, až na roky 2008 a 2011, kdy tato zadluženost byla pod spodní hranicí.

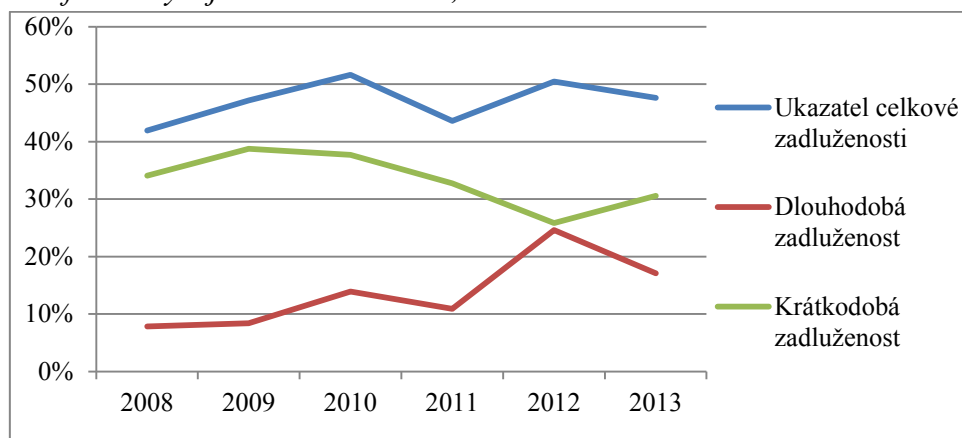
Z celkového hlediska lze vybranou společnost považovat za poměrně stabilní s vyrovnanou zadlužeností. Výsledné hodnoty ukazatele finanční stability a zadluženosti se nachází v níže uvedeném grafu 3.15.

Graf 3.15 Vývoj ukazatelů finanční stability a zadluženosti (v %)



Indikátor celkové zadluženosti lze separovat na dva jednotlivé ukazatele, kterými jsou ukazatele dlouhodobé zadluženosti a běžné zadluženosti. Poměr těchto dílčích proměnných a jejich vývoj vzhledem k celkové zadluženosti je zobrazen v grafu 3.16.

Graf 3.16 Vývoj ukazatele celkové, dlouhodobé a krátkodobé zadluženosti (v %)



Z grafu 3.16 lze vypožorovat, že ve vybraném podniku v průběhu let 2008 až 2013 převažovala krátkodobá neboli běžná zadluženost nad dlouhodobou zadlužeností. Výjimkou byl rok 2012, kdy obě zadluženosti vykazovali obdobné hodnoty.

Dalšími důležitými ukazateli hodnotícími finanční stabilitu a zadluženost je majetkový koeficient, úrokové krytí a úrokové zatížení, jejichž výsledky jsou zachyceny v následující tabulce 3.2.

Tabulka 3.2 Hodnoty ukazatelů finanční stability a zadluženosti

Ukazatel	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Majetkový koeficient	2.9	1,7405	1,9287	2,0734	1,7856	2,0301	1,9150
Úrokové krytí	2.10	12,1516	18,0342	7,8349	12,1151	10,1368	17,6694
Úrokové zatížení	2.11	0,0823	0,0555	0,1276	0,0825	0,0987	0,0566

Majetkový koeficient by měl mít v čase stabilní vývoj, což výsledné údaje v tabulce 3.2 relativně potvrzují. Nejvyšší hodnota byla zaznamenána v roce 2010 ve výši 2,0734 a nejnižší v roce 2008 ve výši 1,7405.

Ukazatel úrokového krytí, který poměruje zisk před úroky a daněmi s nákladovými úroky, vypovídá o schopnosti splácet své úroky. Je žádoucí, aby podnik vykazoval vyšší hodnotu než 1, což je v podmínkách daného podniku dlouhodobě splněno. V roce 2009 byla evidována nejvyšší hodnota na úrovni 18,0342. Záměnou čitatele za jmenovatele ve vzorci úrokového krytí vzniká ukazatel úrokového zatížení, který zjišťuje jaká část zisku je odvedena na úhradu úroků. V rámci sledovaného období 2008 až 2013 nastala nejhorší situace v roce

2010, kdy bylo ze zisku před zdaněním a úroky odvedeno na úhradu úroků 12,76 %. V posledních dvou letech 2012 a 2013 došlo k postupnému zlepšení.

Ukazatele rentability hodnotí poměr zisku a vloženého kapitálu vybraného podniku. Aplikované ukazatele rentability a jejich výsledky za časové období 2008 až 2013 jsou zobrazeny v níže uvedené tabulce 3.3.

Tabulka 3.3 Hodnoty ukazatelů rentability (v %)

Ukazatel	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROA	2.12	7,06	8,66	9,41	9,03	12,25	16,78
ROCE	2.13	10,81	14,37	15,14	13,49	16,58	24,22
ROE	2.14	8,91	12,65	13,53	12,05	17,96	24,50
ROS - provozní	2.15	2,85	4,74	4,87	4,47	8,30	11,10
ROS - čistá	2.16	2,07	3,59	3,37	3,34	5,99	8,47

Z tabulky 3.3 lze vypožorovat, že vybraný podnik ve sledovaném období 2008 až 2013 vykazoval rostoucí rentabilitu u všech jednotlivých ukazatelů až na rok 2011, kdy došlo k mírnému poklesu z důvodu provedené investice do rozšíření a inovace výroby.

Rentabilita aktiv, která poměřuje zisk před úroky a daněmi s celkovými aktivy, měla celkově rostoucí trend. Nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2013 ve výši 16,78 % a tento údaj znamená, že každá koruna vloženého majetku v tomto roce byla zhodnocena o 0,1678 Kč. Důvodem poklesu v roce 2011 bylo zejména snížení zisku před úroky a daněmi v souvislosti s probíhající restrukturalizací podniku.

Ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů se zabývá podílem zisku před úroky a daněmi s vlastním kapitálem a dlouhodobými dluhy a stejně jako u předchozího ukazatele se vyznačoval růstem v průběhu časového horizontu 2008 až 2013. Úbytek rentability dlouhodobých zdrojů byl v roce 2011 opět zapříčiněn poklesem zisku před úroky a daněmi. Největší zhodnocení dlouhodobých zdrojů bylo v roce 2013, kdy jedna koruna těchto zdrojů přinesla podniku 0,2422 Kč.

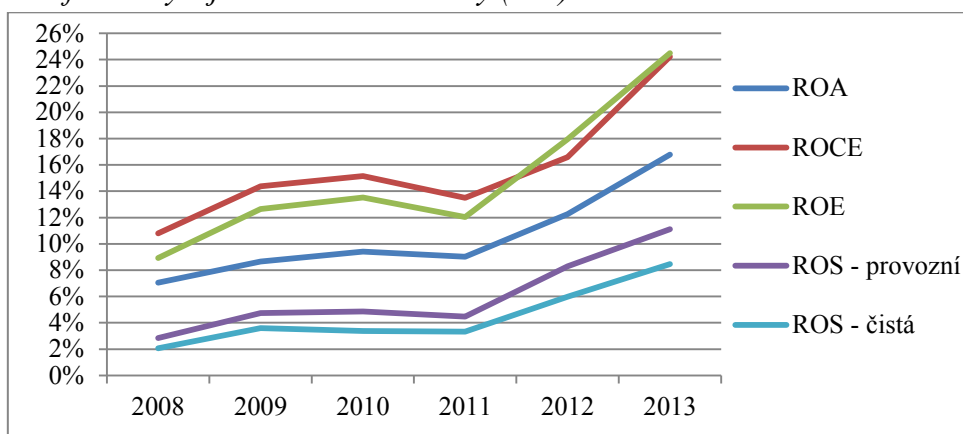
Důležitým ukazatelem v oblasti hodnocení výnosnosti, který na rozdíl od předcházejících dvou ukazatelů vychází ze zisku po zdanění, je rentabilita vlastního kapitálu. Výsledné hodnoty tohoto ukazatele ve sledovaném období 2008 až 2013 rovněž vykazovaly stejný trend, který byl pozitivní. Obecně v rámci stabilních společností platí, že by rentabilita vlastního kapitálu měla převyšovat rentabilitu aktiv, což bylo ve vybrané společnosti v každém roce splněno. Nejvyšší hodnota byla opět pozorována v roce 2013, a to ve výši

24,5 %. Tato hodnota v daném roce vyjadřuje, že na jednu korunu vlastního kapitálu připadá 0,245 čistého zisku.

Při výpočtu ukazatele rentability tržeb byl použit jak zisk před úroky a daněmi, tak i zisk po zdanění. První varianta bývá označována jako provozní rentabilita tržeb a v druhém případě se jedná o čistou rentabilitu tržeb. Všeobecně platí, že provozní rentabilita tržeb vykazuje vyšší hodnoty a je lepší při mezipodnikovém či mezinárodním srovnání, protože obsahuje nákladové úroky a daně. V rámci hodnocení výsledků obou modifikací rentability tržeb lze konstatovat, že byl dosažen obdobný rostoucí vývoj jako u předchozích ukazatelů rentability.

Výsledné hodnoty z tabulky 3.3 jsou zakresleny v následujícím grafu 3.17.

Graf 3.17 Vývoj ukazatelů rentability (v %)



Z uvedeného grafu vyplývá, že se vybranému podniku ve sledovaném období 2008 až 2013 dařilo dosahovat příznivé míry zisku, která se v posledních dvou letech vyvíjela poměrně dynamicky.

Ukazatele likvidity se zaměřují na schopnost podniku dostát svých závazků. Výsledné hodnoty ukazatelů, zjišťujících celkovou, pohotovou a okamžitou likviditu a čistý pracovní kapitál, se nachází v tabulce 3.4.

Tabulka 3.4 Hodnoty ukazatelů likvidity

Ukazatel	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Celková likvidita	2.17	1,8172	1,8065	1,8117	1,9518	1,5598	1,5876
Pohotová likvidita	2.18	1,5121	1,5232	1,5764	1,5422	1,2847	1,2999
Okamžitá likvidita	2.19	0,2084	0,21	0,2444	0,3783	0,2538	0,2808
ČPK z pohledu aktiv (v tis. Kč)	2.4	11 952	8 398	11 201	16 031	8 715	15 000
ČPK z pohledu pasiv (v tis. Kč)	2.5	11 952	8 398	11 201	16 031	8 715	15 000

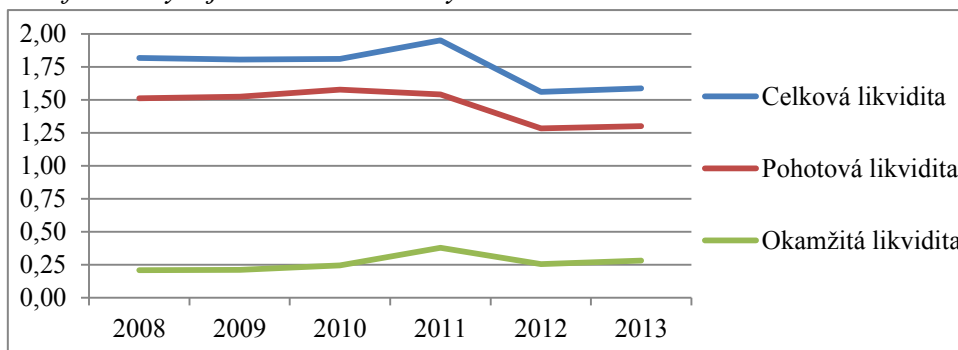
Z údajů v tabulce 3.4 je patrné, že se celková likvidita podniku pohybovala v doporučeném rozmezí od 1,5 do 2,5. Konkrétně se výsledné hodnoty v období 2008 až 2013 nacházely v intervalu od 1,5598 do 1,9518, což znamená, že se společnosti dařilo využívat efektivně svůj majetek v souvislosti s dodržáním platební schopnosti. V posledních dvou letech 2012 a 2013 byl zaznamenán pokles k dolní hranici doporučené hodnoty, který byl způsoben změnou struktury oběžného majetku v podobě snížení jeho dílčích položek.

Pohotová likvidita by se měla nacházet v rozpětí od 1 do 1,5. V letech 2008 až 2011 lze pozorovat, že se výsledná pohotová likvidita podniku nacházela mírně nad horní doporučenou hodnotou. Toto nepatrné překročení pro vybraný podnik nebylo negativním jevem, jelikož v následujícím roce 2012 došlo k navrácení do požadovaného rozmezí a společnost byla ve sledovaném období schopna hradit své závazky včas a v plné výši.

V rámci okamžité likvidity jsou ve výpočtu ve jmenovateli zahrnuty pouze pohotové platební prostředky, a proto je tento ukazatel z důvodu jejich neustálého pohybu považován za orientační. Výsledná hodnota by se měla pohybovat okolo 0,2. Z tabulky 3.4 vyplývá, že okamžitá likvidita vykazovala v časovém horizontu 2008 až 2013 požadované výsledky až na rok 2011, kdy došlo k výraznějšímu nárůstu z důvodu navýšených peněžních prostředků na platebním účtu v bance, které byly určené k financování investic do výroby.

Vývoj jednotlivých ukazatelů likvidity je uveden v grafu 3.18.

Graf 3.18 Vývoj ukazatelů likvidity



Posledním ukazatelem v této skupině je čistý pracovní kapitál, který v tabulce 3.4 vykazoval poměrně variabilní trend. Dále lze z hodnot čistého pracovního kapitálu vyčíslit, že daný podnik svými dlouhodobými zdroji financoval i část svého oběžného majetku. Výše tohoto ukazatele v časovém období 2008 až 2013 v průměru činila 11 883 tis. Kč.

Ukazatele aktivity zkoumají efektivnost využití podnikového majetku v časovém horizontu 2008 až 2013. Výsledky dílčích ukazatelů aktivity jsou zobrazeny v tabulce 3.5.

Tabulka 3.5 Hodnoty ukazatelů aktivity

Ukazatel	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Obrátka celkových aktiv	2.20	2,48	1,83	1,93	2,02	1,48	1,51
Doba obratu aktiv	2.21	145,19	197,14	186,22	178,18	243,75	238,25
Doba obratu zásob	2.22	14,05	16,12	12,88	21,04	14,75	18,79
Doba obratu pohledávek	2.23	60,03	74,75	72,92	59,78	55,26	66,56
Doba obratu závazků	2.24	46,05	56,92	54,75	51,36	53,61	65,31

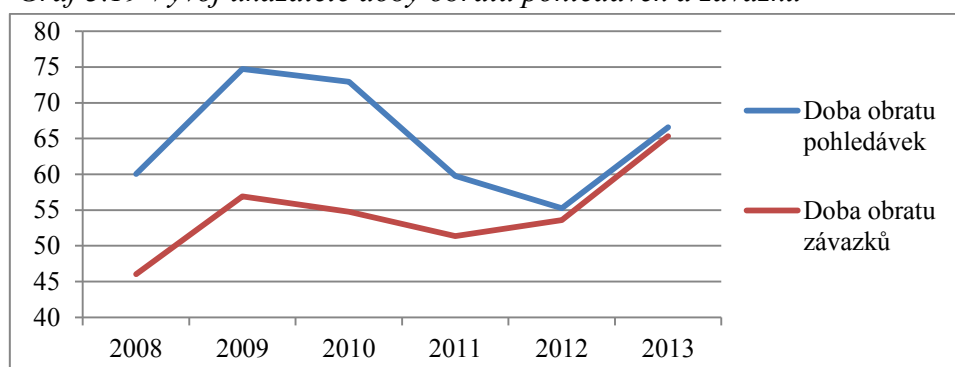
Hodnoty ukazatele obrátky celkových aktiv, které jsou uvedeny v tabulce 3.5, ve sledovaném období 2008 až 2013 vykazovaly proměnlivý vývoj, který byl zapříčiněn nestálým charakterem celkových aktiv z důvodu významných změn ve struktuře majetku v roce 2011. I přes variabilitu výsledků obrátky celkových aktiv analyzovaná společnost splnila v daném období obecný požadavek na to, aby z jedné koruny aktiv bylo dosaženo alespoň jedné koruny tržeb.

Další ukazatele v tabulce 3.5 se zabývají dobou obratu. Jako první je uvedena doba obratu aktiv, která byla nejkratší v roce 2008 ve výši 145,19 a tato hodnota znamená, že k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám dojde za 145 dní. V posledních dvou letech 2012 a 2013 se efektivnost využití aktiv rapidně snížila, ale vzhledem k rostoucím tržbám lze očekávat, že v následujících letech tato hodnota opět klesne.

Doba obratu zásob v souvislosti s výší tržeb se pohybovala v rozmezí od 13 do 21 dní, což znamená, že doba, během které byly zásoby v podniku drženy, než došlo k jejich spotřebě, byla poměrně nízká. V období 2008 až 2013 nedocházelo ani k výraznějším výkyvům tohoto ukazatele.

V rámci ukazatelů doby obratu pohledávek a závazků by mělo být v zájmu každého podniku, aby jeho doba obratu závazků převyšovala dobu obratu pohledávek. Jinak řečeno by mělo být dodrženo pravidlo solventnosti. Hodnoty obou ukazatelů z tabulky 3.5 lépe vystihuje následující graf 3.19.

Graf 3.19 Vývoj ukazatele doby obratu pohledávek a závazků



Z grafu 3.19 je viditelné, že se dané firmě ani v jednom roce nepodařilo splnit pravidlo solventnosti, kdy by jejich pohledávky vůči odběratelům byly splaceny dříve než závazky svým dodavatelům. Největší rozdíl byl dosažen v roce 2009 a také v roce 2010 ve výši 18 dní. V letech 2012 a 2013, ale lze vyzorovat, že se daná společnost snažila lépe řídit své pohledávky a závazky a úspěšně je uvedla alespoň do rovnováhy.

3.3 Analýza souhrnných modelů hodnocení výkonnosti

V podkapitole 3.3 je analyzována zvolená společnost pomocí souhrnných modelů hodnocení výkonnosti za časové období 2008 až 2013. Mezi vybrané ukazatele se řadí Altmanův model, Tafflerův model, Kralickuv Quick-test a Index IN01.

3.3.1 Altmanův model

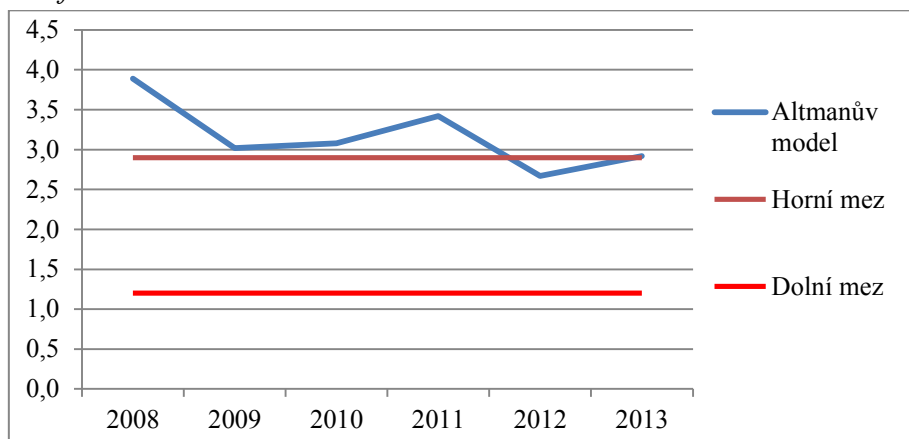
Altmanův model, který spadá do kategorie bankrotních modelů hodnotících finanční výkonnost podniku, je vypočítán na základě vzorce (2.26). Tento vztah je typický pro podniky neobchodované na kapitálovém trhu, kterým je i zvolená společnost. Výsledné Z-skóre včetně dílčích výpočtů ukazatele v letech 2008 až 2013 se nachází v tabulce 3.6.

Tabulka 3.6 Altmanův model

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
X ₁ : pracovní kapitál/aktiva celkem	0,2507	0,1381	0,1576	0,2370	0,0930	0,1312
X ₂ : nerozdělený zisk/aktiva celkem	0,5179	0,4347	0,4140	0,4887	0,4014	0,3928
X ₃ : EBIT/aktiva celkem	0,0706	0,0866	0,0941	0,0903	0,1225	0,1678
X ₄ : účetní hodnota VK/dluhy celkem	1,3702	1,0993	0,9344	1,2841	0,9764	1,0967
X ₅ : tržby celkem/aktiva celkem	2,4796	1,8261	1,9332	2,0204	1,4769	1,5110
Z-skóre	3,8878	3,0204	3,0778	3,4200	2,6713	2,9167

Z údajů v tabulce 3.6 je patrné, že se podnik ve sledovaném období 2008 až 2013, až na jednu výjimku, nacházel nad hodnotou 2,9. To znamená, že analyzovanému podniku hrozil bankrot jen s minimální pravděpodobností. V roce 2012 podnik vykazoval hodnotu 2,6713 a dostal se do šedé zóny, kterou vymezuje interval od 1,2 do 2,9. Výsledné Z-skóre Altmanova modelu včetně ohraničení šedé zóny je zobrazeno v grafu 3.20.

Graf 3.20 Altmanův model



Z grafu 3.20 lze vypožorovat, že v roce 2012 došlo jen k mírnému poklesu pod horní mez, která rozděluje šedou zónu. V roce 2013 nastalo zvýšení hodnoty Z-skóre nad tuto hranici a vzhledem k rostoucímu trendu zisku dané společnosti je očekáván růst i v dalších letech.

3.3.2 Tafflerův model

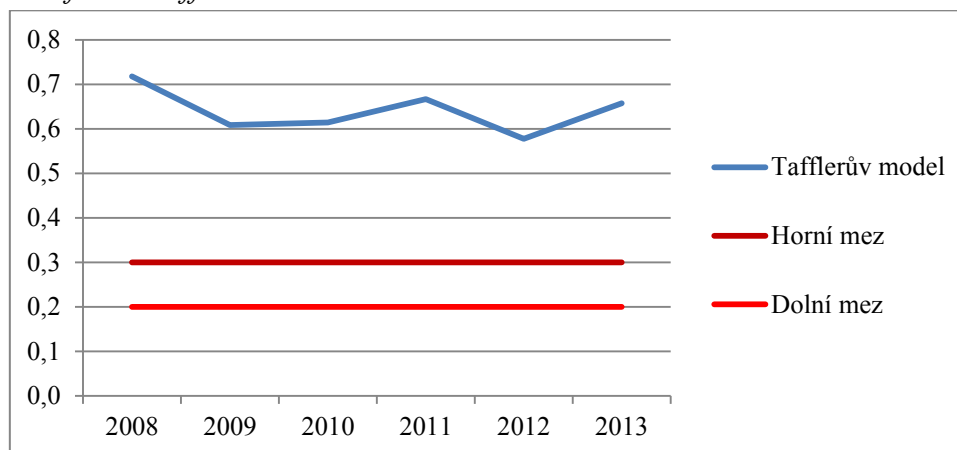
Dalším aplikovaným bankrotním modelem je Tafflerův model, konkrétně jeho modifikovaná verze, která vychází ze vzorce (2.28). Vypočítané hodnoty tohoto ukazatele za časové období 2008 až 2013 jsou uvedeny v tabulce 3.6.

Tabulka 3.6 Tafflerův model

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
X_1 : zisk/krátkodobé závazky	0,1615	0,2272	0,2219	0,2341	0,4023	0,4668
X_2 : oběžná aktiva/cizí kapitál	1,3745	1,1058	1,0319	1,2900	0,6800	0,9140
X_3 : krátkodobé závazky/aktiva	0,3172	0,2887	0,2940	0,2882	0,2199	0,2741
X_4 : tržby/aktiva	2,4796	1,8261	1,9332	2,0204	1,4769	1,5110
T2	0,7181	0,6083	0,6140	0,6669	0,5775	0,6573

Výsledné hodnoty Tafflerova modelu obsažené v tabulce 3.6 v každém roce značně převyšovaly stanovený interval od 0,2 do 0,3, který představuje šedou zónu. Nejvyšší hodnoty daný podnik dosáhl v roce 2008, která činila 0,7181. Údaje z tabulky 3.6 jsou přeneseny do následujícího grafu 3.21.

Graf 3.21 Tafflerův model



Graf 3.21 jednoznačně vypovídá o tom, že vybranému podniku nehrozila pravděpodobnost úpadku. Výsledky modifikovaného Tafflerova modelu byly v dostatečné vzdálenosti od horní hranice šedé zóny.

3.3.3 Kralickuv Quick-test

Kralickuv Quick-test se řadí do skupiny bonitních modelů a jeho výpočet je proveden podle tabulky 2.1, ve které se nachází výpočty a hodnocení dílčích ukazatelů. Konkrétní hodnoty Kralickova Quick-testu v letech 2008 až 2013 jsou v tabulce 3.7.

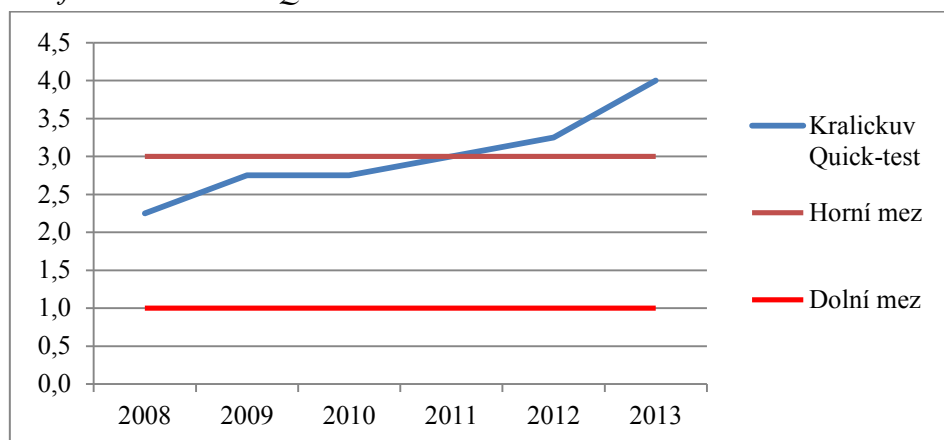
Tabulka 3.7 Kralickuv Quick-test

Ukazatel a hodnocení	2008	2009	2010	2011	2012	2013
R1: vlastní kapitál/aktiva	0,5745	0,5185	0,4823	0,5600	0,4926	0,5222
Počet bodů	4	4	4	4	4	4
R2: (dluhy-KFM)/nezdaněný CF	3,1972	3,4395	3,4404	2,4829	3,0359	2,0335
Počet bodů	3	3	3	4	3	4
R3: EBIT/aktiva	0,0706	0,0866	0,0941	0,0903	0,1225	0,1678
Počet bodů	1	2	2	2	2	4
R4: nezdaněný CF/provozní výnosy	0,0431	0,0653	0,0665	0,0635	0,1011	0,1282
Počet bodů	1	2	2	2	4	4
Souhrnné hodnocení finanční situace	2,25	2,75	2,75	3,00	3,25	4,00

Souhrnné hodnocení finanční situace Kralickova Quick-testu uvedeného v tabulce 3.7 mělo ve sledovaném období 2008 až 2013 rostoucí trend. V letech 2008 až 2010 se hodnota souhrnného hodnocení nacházela pod hranicí 3, která znázorňuje horní mez šedé zóny. Díky každoročnímu nárůstu tohoto ukazatele je od roku 2011 analyzovaný podnik hodnocený jako

finančně stabilní a silný. V roce 2013 tato společnost dosáhla maximální hodnoty ve výši 4. Celkový vývoj Kralickova Quick-testu se nachází v grafu 3.22.

Graf 3.22 Kralickuv Quick-test



Graf 3.22 znázorňuje postupný přechod souhrnného hodnocení finanční výkonnosti podniku z šedé zóny nad její horní mez.

3.3.4 Index IN01

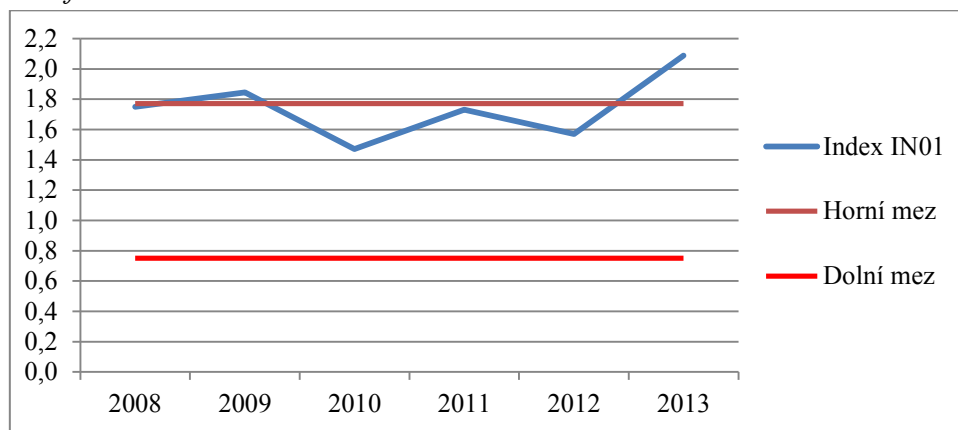
Index IN01 je ukazatelem uzpůsobeným na podmínky typické pro české podniky a je kombinací bankrotních a bonitních modelů. Tento index je vyčíslen podle vztahu (2.29) a jeho výsledné hodnoty za časový horizont 2008 až 2013 jsou zaznamenány v tabulce 3.8.

Tabulka 3.8 Index IN01

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
aktiva celkem/cizí zdroje	2,3849	2,1202	1,9374	2,2929	1,9822	2,1003
EBIT/nákladové úroky	12,1516	18,0342	7,8349	12,1151	10,1368	17,6694
EBIT/aktiva celkem	0,0706	0,0866	0,0941	0,0903	0,1225	0,1678
výnosy/aktiva celkem	2,4963	1,8446	1,9484	2,0879	1,4615	1,5329
oběžná aktiva/kr.cizí zdroje	1,6910	1,3456	1,4132	1,7200	1,3283	1,4244
IN01	1,7492	1,8449	1,4706	1,7298	1,5699	2,0877

Z hodnot uvedených v tabulce 3.8 vyplývá, že byl vývoj Indexu IN01 ve sledovaném období 2008 až 2013 poměrně nestabilní. V průběhu let docházelo opakovaně k poklesu pod horní mez, která je ve výši 1,77. Podnik se tedy dle tohoto modelu nacházel převážně v šedé zóně, která je charakteristická tím, že v ní nedochází k vytváření hodnoty podniku, ale ani nedochází k bankrotu. Rok 2013 byl pozitivním a došlo v něm k růstu hodnoty na úroveň 2,0877 a k vytváření hodnoty. Výsledné údaje Indexu IN01 jsou uvedeny v grafu 3.23.

Graf 3.23 Index IN01



V grafu 3.23 lze vidět výraznou variabilitu Indexu IN01 v průběhu let 2008 až 2013. Hodnoty tohoto modelu se pohybovaly v rozmezí od 1,4706 do 2,0877.

3.4 Analýza finanční výkonnosti pomocí ukazatele EVA

Podkapitola 3.4 se zabývá hodnocením finanční výkonnosti daného podniku prostřednictvím ukazatele EVA v časovém horizontu 2008 až 2013. V první části jsou vymezeny náklady vlastního kapitálu, a to pomocí modelu CAPM a stavebnicového modelu. Následně je vypočítána hodnota ukazatele EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí. V závěru této podkapitoly je proveden pyramidový rozklad včetně analýzy odchylek a citlivostní analýzy vlivů.

3.4.1 Stanovení nákladů kapitálu

Důležitým vstupním údajem pro samotný výpočet ukazatele ekonomické přidané hodnoty vybraného podniku je velikost nákladů vlastního kapitálu, které jsou pro porovnání v rámci této diplomové práce stanoveny ve sledovaném období 2008 až 2013 dvěma způsoby. První metodou je model oceňování kapitálových aktiv, konkrétně pomocí modelu CAPM-SML beta verze a druhý způsob vychází z postupu Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, který využívá stavebnicové modely.

Model oceňování kapitálových aktiv, jež je počítán prostřednictvím CAPM-SML beta verze, vychází z tržních dat. Ke stanovení výsledné hodnoty nákladů kapitálu je zapotřebí si nejprve vymežit vstupní údaje, a to v podobě bezrizikové sazby R_F uvedené v tabulce 3.9, která je získána z analytických materiálů Ministerstva průmyslu a obchodu ČR ve formě výnosů desetiletých státních dluhopisů.

Tabulka 3.9 Bezriziková sazba (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
R_F	4,55	4,67	3,71	3,59	2,31	2,26

Zdroj: Finanční analýza podnikové sféry ČR za období 2008 až 2013, dostupné z: <http://www.mpo.cz/>

Dalšími potřebnými daty, nacházejícími se v následující tabulce 3.10, jsou hodnoty nezádlužené bety β^U a rizikové přírážky $E(R_M)-R_F$, jež jsou převzaty z webového portálu <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>, které vytvořil profesor Aswath Damodaran. Velikost nezádlužené bety β^U koresponduje s odvětvím zabývajícím se výrobou produktů z papírů, ve kterém daná firma působí.

Tabulka 3.10 Nezádlužená beta a riziková přírážka

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
β^U	0,6816	0,5967	0,9087	0,9566	0,8857	0,9946
$E(R_M)-R_F$ (v %)	5,84	7,10	5,85	6,28	7,28	7,08

Zdroj: Damodaran, dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

Nezádluženou betu β^U z tabulky 3.10 je zapotřebí v rámci výpočtu nákladů kapitálu, přepočítat na zadluženou betu β^L . Tento výpočet vychází ze vztahu (2.41). Vstupní údaje včetně výsledku jsou uvedeny v tabulce 3.11.

Tabulka 3.11 Stanovení zadlužené bety

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
(1-t)	0,79	0,8	0,81	0,81	0,81	0,81
D/E	0,7298	0,9097	1,0702	0,7787	1,0241	0,9118
β^L	1,0746	1,0309	1,6965	1,5599	1,6204	1,7291

Posledním krokem v rámci modelu oceňování kapitálových aktiv je výpočet nákladů vlastního kapitálu R_E podle vzorce (2.40). Výsledné hodnoty jsou obsaženy v tabulce 3.12.

Tabulka 3.12 Hodnota nákladů vlastního kapitálu (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
R_E	10,83	11,99	13,63	13,39	14,11	14,50

Z tabulky 3.12 vyplývá, že vývoj nákladů vlastního kapitálu R_E vybraného podniku za časový horizont 2008 až 2013 měl rostoucí tendenci. Výjimkou byl rok 2011, kdy nastal mírný pokles. V roce 2008 byly náklady vlastního kapitálu R_E nejnižší na úrovni 10,83 % a v roce 2013 vzrostly tyto náklady až na 14,5 %.

Stavebnicové modely jsou druhou aplikovanou variantou při stanovení nákladů na vlastní kapitál. U této metody dochází k součtu bezrizikové sazby R_F a rizikových přírážek v podobě $R_{\text{podnikatelské}}$, R_{finstab} a R_{LA} . Bezriziková sazba R_F je stejně jako u předchozího modelu oceňování kapitálových aktiv vymezena na základě analytických materiálů Ministerstva průmyslu a obchodu ČR a odpovídá hodnotám v tabulce 3.9.

Základem stanovení rizikové přírážky $R_{\text{podnikatelské}}$ je porovnání ukazatelů EBIT/A a X_1 , kde X_1 vychází ze vzorce (2.48). Vstupní výpočty a výsledek rizikové přírážky $R_{\text{podnikatelské}}$ dané firmy v letech 2008 až 2013 se nachází v tabulce 3.13.

Tabulka 3.13 Riziková přírážka produkční síly (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT/A	7,06	8,66	9,41	9,03	12,25	16,78
X_1	4,28	1,91	3,90	3,75	3,36	3,48
$R_{\text{podnikatelské}}$	2,68	2,73	2,79	2,94	3,58	2,48

Z hodnot v tabulce 3.13 je patrné, že ukazatel EBIT/A ve všech sledovaných letech převyšoval velikost X_1 , a proto byla riziková přírážka charakterizující produkční sílu $R_{\text{podnikatelské}}$ určena podle doporučených minimálních hodnot daného odvětví, které se nachází v analytických materiálech a statistikách Ministerstva průmyslu a obchodu ČR.

Principem rizikové přírážky finanční stability R_{finstab} je komparace mezních hodnot likvidity XL_1 a XL_2 , které odpovídají vývoji odvětví, s ukazatelem L_3 , jež se pro daný podnik vypočítal podle vztahu (2.49). Postup výpočtu této rizikové přírážky je zobrazen v tabulce 3.14.

Tabulka 3.14 Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
L_3	1,6910	1,3456	1,4132	1,7200	1,3283	1,4244
XL_1	0,1268	0,1944	0,1494	0,1588	0,1720	0,1433
XL_2	1,1454	1,1392	1,2153	1,2589	1,0900	1,0480
R_{finstab} (v %)	0	0	0	0	0	0

Podle údajů v tabulce 3.14 byl ukazatel L_3 v období od roku 2008 do roku 2013 pokaždé vyšší než proměnná XL_2 , a proto byla riziková přírážka finanční stability R_{finstab} vyhodnocena jako nulová.

Poslední přírážkou je riziková přírážka odpovídající velikosti podniku R_{LA} . Její výsledná hodnota je uvedena v tabulce 3.15.

Tabulka 3.15 Riziková přírážka za velikost podniku

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
UZ (v tis. Kč)	31 704	42 138	49 565	47 277	72 174	82 121
R_{LA} (v %)	5	5	5	5	5	5

Jelikož byly úplatné zdroje v časovém období 2008 až 2013 podle tabulky 3.15 převyšující hodnotu 0,1 mld. Kč, byla riziková přírážka za velikost podniku R_{LA} stanovena na úrovni 5 %.

Součet bezrizikové úrokové sazby R_F a rizikových přírážek odpovídajících produkční síle $R_{podnikatelské}$, finanční stabilitě $R_{finstab}$ a velikosti podniku R_{LA} dává výši nákladů na celkový kapitál nezadlužené firmy $WACC_U$. Tato hodnota spolu s velikostí nákladů celkového kapitálu zadlužené firmy a nákladů na vlastní kapitál se nachází v následující tabulce 3.16.

Tabulka 3.16 Stanovení nákladů kapitálu (v %)

	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012	2013
$WACC_U$	(2.45)	12,23	12,40	11,50	11,53	10,89	9,74
$WACC_L$	(2.46)	12,00	11,97	11,03	11,23	10,32	9,38
R_E	(2.47)	13,42	15,87	14,90	13,39	15,25	12,01

Z hodnot uvedených v tabulce 3.16 je patrné, že vývoj nákladů na vlastní kapitál R_E stanovený pomocí stavebnicových modelů byl v období 2008 až 2013 odlišný od způsobu výpočtu těchto nákladů prostřednictvím modelu oceňování kapitálových aktiv. V průběhu sledovaného období docházelo k proměnlivému vývoji, kdy nejnižší hodnota byla v roce 2013 ve výši 12,01 %. Naopak nejvyšší náklady vlastního kapitálu R_E vykazoval rok 2009 na úrovni 15,87 %.

3.4.2 Výpočet ukazatele EVA

Ekonomická přidaná hodnota je v rámci této diplomové práce stanovena na základě vzorce (2.33), který odpovídá výpočtu ukazatele EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí. Jelikož byly v předchozí podkapitole vyčísleny náklady vlastního kapitálu prostřednictvím dvou přístupů, tak je i v této části ekonomická přidaná hodnota počítána s využitím hodnot obou těchto metod, kterými je model oceňování kapitálových aktiv CAPM a stavebnicové modely. Vstupní údaje a výsledek ekonomické přidané hodnoty s použitím nákladů na vlastní kapitál podle modelu CAPM jsou zobrazeny v tabulce 3.17.

Tabulka 3.17 Hodnota ukazatele EVA s R_E podle modelu CAPM

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROE (v %)	8,91	12,65	13,53	12,05	17,96	24,50
R_E (v %)	10,83	11,99	13,63	13,39	14,11	14,50
Spread (v %)	-1,91	0,66	-0,11	-1,34	3,85	10,00
E (v tis. Kč)	27 396	31 535	34 283	37 887	46 177	59 718
EVA (v tis. Kč)	-524	209	-37	-507	1 780	5 972

Vývoj ukazatele EVA v tabulce 3.17 za období od roku 2008 až 2013 byl značně kolísavý. V roce 2008 vykazoval vybraný podnik nejnižší hodnotu, která byla záporná a činila -524 tis. Kč. Avšak v posledních dvou letech 2012 a 2013 nastal pozitivní vývoj tohoto ukazatele, kdy došlo k výraznému nárůstu ekonomické přidané hodnoty, který byl zejména způsoben restrukturalizací daného podniku. V roce 2013 byla hodnota EVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí na úrovni 5 972 tis. Kč.

V následující tabulce 3.18 je uveden výpočet a hodnoty ukazatele EVA, které zahrnují náklady na vlastní kapitál získané pomocí stavebnicového modelu.

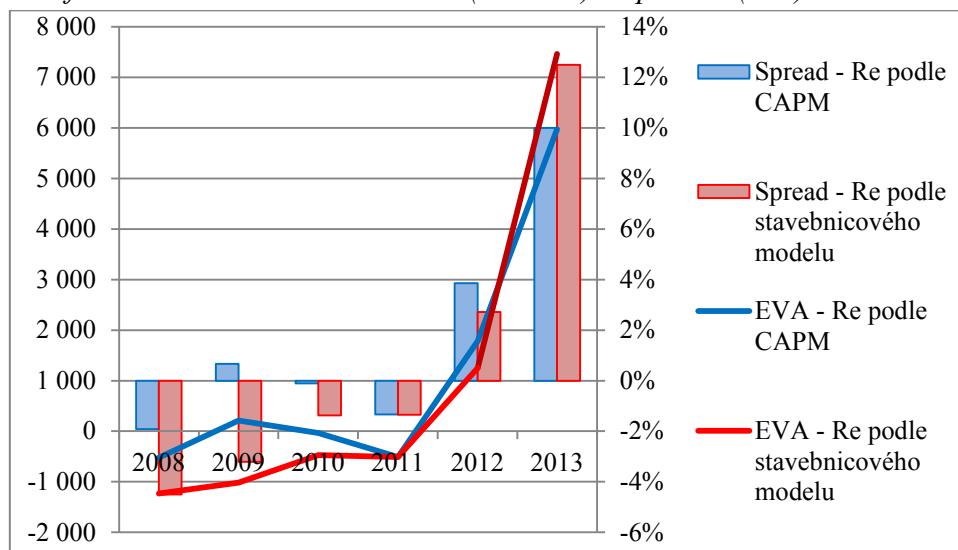
Tabulka 3.18 Hodnota ukazatele EVA s R_E podle stavebnicového modelu

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROE (v %)	8,91	12,65	13,53	12,05	17,96	24,50
R_E (v %)	13,42	15,87	14,90	13,39	15,25	12,01
Spread (v %)	-4,51	-3,22	-1,37	-1,34	2,71	12,49
E (v tis. Kč)	27 396	31 535	34 283	37 887	46 177	59 718
EVA (v tis. Kč)	-1 234	-1 014	-471	-509	1 252	7 462

Z údajů v tabulce 3.18 vyplývá, že vývoj ukazatele EVA s využitím nákladů vlastního kapitálu se ve sledovaném období 2008 až 2013 pohyboval v mnohem větším rozpětí, a to v roce 2008 s nejnižší hodnotou -1 234 tis. Kč a v roce 2013 s nevyšší hodnotou 7 462 tis. Kč.

Celkové srovnání výsledných hodnot ukazatele EVA z tabulek 3.17 a 3.18, včetně údajů pro spread, se nachází v grafu 3.24.

Graf 3.24 Srovnání ukazatele EVA (v tis. Kč) a spreadu (v %)



Pro vlastníky společnosti je důležité, aby podnik vykazoval co největší spread, který představuje rozdíl mezi rentabilitou vlastního kapitálu a náklady vlastního kapitálu. Jak je z grafu 3.24 patrné, tak v letech 2008, 2010 a 2011 byl spread pro obě varianty výpočtu nákladů vlastního kapitálu záporný, což znamená, že v těchto letech bylo pro vlastníky výhodnější investovat své prostředky do alternativní investice než do podniku. V roce 2009 byl spread pro náklady vlastního kapitálu podle modelu CAPM kladný oproti hodnotě spreadu vypočítaného s náklady vlastního kapitálu podle stavebnicového modelu, který byl stále záporný. Toto odchýlení vývoje v roce 2009 bylo způsobeno rozdílnou sazbou nákladů na vlastní kapitál, kdy rozdíl mezi jednotlivými metodami vyčíslení nákladů vlastního kapitálu v daném roce činil 3,88 %. V letech 2012 a 2013 již byl spread v obou případech kladný a vlastníků dané společnosti plynul ekonomický zisk, který bývá označován jako nadzisk podniku.

Rozdílný vývoj výsledných hodnot ukazatele EVA ovlivňovalo zejména odlišné pojetí při stanovení nákladů na vlastní kapitál. Model oceňování kapitálových aktiv CAPM, který je typický pro tržní přístup, neodráží jedinečné požadavky vybraného podniku, ale vychází z hodnot určených pro celé odvětví. Z tohoto důvodu je větší důraz kladen na variantu ukazatele EVA vycházející z nákladů na vlastní kapitál, který je vyčíslen pomocí stavebnicového modelu využívaného Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Tato metoda je mnohem více uzpůsobená specifickým rysům, které jsou typické pro výrobní podniky v rámci České republiky. Výpočet ekonomické přidané hodnoty s náklady vlastního kapitálu podle stavebnicového modelu byl tedy zvolen jako relevantnější, a proto je v následujících

podkapitolách podroben další analýze v podobě pyramidového rozkladu včetně analýzy odchylek a citlivostní analýzy vlivů.

3.4.3 Pyramidový rozklad ukazatele EVA a analýza odchylek

V rámci této podkapitoly je proveden pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty podle schématu 2.2, jež se nachází v teoretické části této diplomové práce. Dílčí proměnné působící na změny vrcholového ukazatele EVA jsou nejprve analyzovány prostřednictvím funkcionální a následně pomocí integrální analýzy odchylek. Grafické zobrazení pyramidového rozkladu pro jednotlivé roky včetně výpočtů je součástí přílohy č. 6 a č. 7.

Funkcionální analýza odchylek pyramidového rozkladu ukazatele EVA za časový horizont 2008 až 2013 je uvedena v tabulce 3.19. Jednotlivé výpočty jsou provedeny podle vzorce (2.60).

Tabulka 3.19 Funkcionální metoda rozkladu ukazatele EVA (v tis. Kč)

	2008/2009		2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013	
Ukazatel	Abs. vliv	Pořadí vlivu	Abs. vliv	Pořadí vlivu	Abs. vliv	Pořadí vlivu	Abs. vliv	Pořadí vlivu	Abs. vliv	Pořadí vlivu
Δ EVA	221	-	543	-	-38	-	1 762	-	6 209	-
E	-160	4.	-63	5.	-49	4.	57	3.	1 030	3.
R _E	-721	5.	318	1.	544	1.	-780	5.	1 716	2.
EAT/EBIT	137	3.	-385	6.	351	2.	-218	4.	611	4.
A/E	323	2.	312	2.	-690	6.	803	2.	-657	6.
EBIT/T	1 636	1.	115	4.	-398	5.	3 943	1.	3 253	1.
T/A	-994	6.	246	3.	204	3.	-2 043	6.	257	5.

Z tabulky 3.19 je patrné, že v roce 2009 oproti roku 2008 došlo k růstu ukazatele EVA o 221 tis. Kč. Tento nárůst byl zapříčiněn zejména růstem provozní rentability tržeb, která vzrostla o 67 % v důsledku výrazného zvýšení zisku před úroky a daněmi. Dalšími proměnnými, které kladně ovlivnily vývoj ukazatele EVA, byla finanční páka a úroková a daňová redukce. Naopak největší negativní vliv na vrcholový ukazatel měl obrat aktiv s hodnotou -994 tis. Kč a následně náklady vlastního kapitálu a vlastní kapitál.

V roce 2010 vůči roku 2009 byl opět zaznamenán rostoucí vývoj ukazatele EVA, konkrétně o 543 tis. Kč. Největší podíl na růstu ukazatele EVA měly náklady vlastního kapitálu, které se snížily. Jejich absolutní vliv vykazoval hodnotu 318 tis. Kč. Dále měla na růst vrcholového ukazatele vliv finanční páka a obrat aktiv. Záporný absolutní vliv v tomto období měla zejména úroková a daňová redukce a také vlastní kapitál.

V dalším období došlo k mírnému poklesu, který byl v roce 2011 oproti roku 2010 na úrovni -38 tis. Kč. Podnik se potýkal se snížením výsledku hospodaření běžného účetního období spolu s poklesem hodnoty dlouhodobého majetku z důvodu plánované investice do inovace společnosti. Největší kladný vliv na vývoj ukazatele EVA měly náklady vlastního kapitálu, a to s absolutním vlivem ve výši 544 tis. Kč. Naopak negativní absolutní vliv měla finanční páka, jejíž hodnota byla - 690 tis. Kč a rentabilita tržeb s hodnotou - 398 tis. Kč.

V rámci srovnání vývoje ekonomické přidané hodnoty v letech 2011 a 2012 byl evidován opětovný nárůst, a to ve výši 1 762 tis. Kč. V roce 2012 nastal růst výsledku hospodaření dané firmy, který se zvýšil téměř o dvojnásobek, a to díky provedené investici. Z tohoto hlediska není překvapivé, že za zvýšením hodnoty ukazatele EVA v roce 2012 oproti roku 2011 stála zejména provozní rentabilita tržeb, která vykazovala maximální hodnotu ve výši 3 943 tis. Kč. Na růst vrcholového ukazatele dále působila finanční páka a vlastní kapitál. Záporný absolutní vliv měl obrát aktiv, náklady vlastního kapitálu a úroková a daňová redukce.

V posledním roce 2013 došlo oproti roku 2012 k markantnímu růstu ukazatele EVA, kdy změna činila 6 209 tis. Kč. V roce 2013 firma vykazovala opět rostoucí výši výsledku hospodaření, a proto měla podle funkcionální metody pyramidového rozkladu ukazatele EVA znovu největší vliv rentabilita tržeb. Výrazný vliv na vývoj ukazatele EVA měly v tomto období rovněž náklady vlastního kapitálu a vlastní kapitál. Jediným faktorem se záporným absolutním vlivem byla finanční páka s hodnotou -657 tis. Kč.

Integrální analýza odchylek pyramidového rozkladu ukazatele EVA v letech 2008 až 2013 se nachází v následující tabulce 3.20. Její výpočet se podobá funkcionální metodě, kde hlavní rozdíl spočívá v zahrnutí pouze lineární složky Taylorova rozvoje 1. stupně. Hodnoty integrální analýzy odchylek jsou stanoveny prostřednictvím vztahu (2.61).

Tabulka 3.20 Integrální metoda rozkladu ukazatele EVA (v tis. Kč)

	2008/2009		2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013	
Ukazatel	Abs. vliv	Pořadí vlivu	Abs. vliv	Pořadí vlivu	Abs. vliv	Pořadí vlivu	Abs. vliv	Pořadí vlivu	Abs. vliv	Pořadí vlivu
Δ EVA	221	-	543	-	-38	-	1 762	-	6 209	-
E	-246	4.	-97	5.	-48	4.	-138	3.	467	4.
R _E	-885	6.	337	1.	502	1.	-869	5.	1 903	2.
EAT/EBIT	158	3.	-337	6.	383	2.	-205	4.	582	3.
A/E	385	2.	296	2.	-676	6.	824	2.	-590	6.
EBIT/T	1 338	1.	108	4.	-441	5.	3 133	1.	3 602	1.
T/A	-530	5.	236	3.	241	3.	-984	6.	246	5.

Z údajů ve výše uvedené tabulce 3.20 je patrné, že integrální metoda analýzy odchylek pyramidového rozkladu ukazatele EVA vykazuje srovnatelné výsledky jako funkcionální analýza odchylek. Integrální metoda ve sledovaném období 2008 až 2013, až na dvě výjimky v záměně pořadí, které jsou zvýrazněny v tabulce 3.20, tedy potvrzuje funkcionální metodu analýzy odchylek. Z tohoto důvodu lze v následující podkapitole, zabývající se analýzou citlivosti vlivů, vycházet z hodnot pro funkcionální analýzu odchylek ukazatele EVA.

3.4.4 Analýza citlivosti vlivů

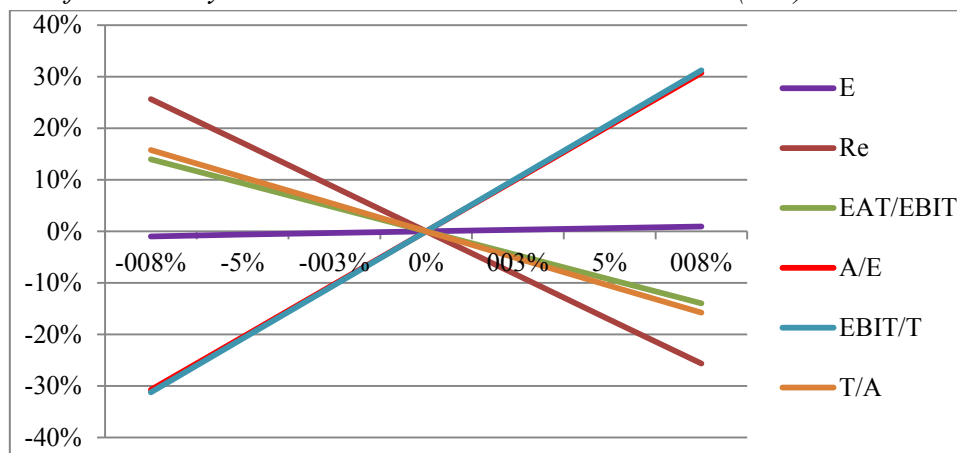
V této podkapitole je realizována analýza citlivosti vlivů ukazatele EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí, stanoveného na základě stavebnicového modelu. Konkrétně je analyzován pyramidový rozklad tohoto ukazatele prostřednictvím funkcionální metody za časové období 2008 až 2013. Výpočet vychází ze vzorců (2.63) a (2.64) a jejich souhrnné výsledky jsou uvedeny v příloze č. 8. Zjednodušený přehled, obsahující průměrné relativní změny ukazatele EVA při změně dílčích faktorů o parametr α za předpokladu, kdy jsou ostatní faktory beze změny, za sledované období se nachází v následující tabulce 3.21.

Tabulka 3.21 Průměrná relativní změna ukazatele EVA při změně faktorů o parametr α v letech 2008 až 2013 (v %)

Parametr α	-7,50 %	-5 %	-2,50 %	0 %	2,50 %	5 %	7,50 %
E	-0,96	-0,64	-0,32	0,00	0,32	0,64	0,96
R _E	25,68	17,12	8,56	0,00	-8,56	-17,12	-25,68
EAT/EBIT	13,98	9,32	4,66	0,00	-4,66	-9,32	-13,98
A/E	-30,74	-20,49	-10,25	0,00	10,25	20,49	30,74
EBIT/T	-31,25	-20,83	-10,42	0,00	10,42	20,83	31,25
T/A	15,79	10,53	5,26	0,00	-5,26	-10,53	-15,79

Relativní odchylky parametru α byly v tabulce 3.21 vymezeny v intervalu od -7,5 % do 7,5 % se stejnoměrným odstupem o 2,5 p. b. Z uvedené tabulky dále vyplývá, že největší kladný vliv na ukazatel EVA měla provozní rentabilita tržeb, kde se průměrná relativní změna ukazatele EVA v reakci na změnu obratu tržeb pohybovala v rozmezí od -31,25 % do 31,25 %. Výsledky z tabulky 3.21 jsou pro lepší přehlednost zaneseny do grafického zobrazení 3.25, kde se na vodorovné ose nachází hodnoty parametru α a na svislé ose jsou zaznamenány relativní změny ukazatele EVA za časové období od roku 2008 do roku 2013. Obecně platí, že se zvyšujícím se sklonem dané přímky roste i citlivost ukazatele EVA na konkrétní faktor.

Graf 3.25 Analýza citlivosti vlivů v letech 2008 až 2013 (v %)



Graf 3.25 potvrzuje, že ukazatel EVA měl největší citlivost na změny provozní rentability tržeb, kdy pokud by došlo ke zvýšení provozní rentability o 7,5 %, ekonomická přidaná hodnota dané firmy by vzrostla o 31,25 %. Obdobnou citlivost vykazovala EVA i na změny finanční páky. Konkrétně při růstu finanční páky o 7,5 % by nastalo zvýšení ukazatele EVA o 30,74 %. Nepatrný pozitivní vliv měl na ukazatel EVA také vlastní kapitál, který pokud by se zvýšil o 7,5 %, zapříčinil by růst vrcholového ukazatele o pouhých 0,96 %.

Naopak negativní vliv na změnu ukazatele EVA vykazovaly náklady vlastního kapitálu, obrat aktiv a úroková a daňová redukce. V případě snížení nákladů na vlastní kapitál o 7,5 % by mohlo dojít ke zvýšení ekonomické přidané hodnoty podniku o 25,68 %.

4 Zhodnocení finanční výkonnosti a srovnání s odvětvím

Tato kapitola se v první části zaměřuje na porovnání vybraných ukazatelů analyzované společnosti s odvětvím, které se zabývá výrobou papíru a výrobků z papíru. V následujícím oddílu je provedeno celkové zhodnocení zjištěných výsledků finanční výkonnosti za časový horizont 2008 až 2013.

4.1 Porovnání vybraných ukazatelů podniku s odvětvím

Tato podkapitola se zabývá srovnáním důležitých ukazatelů finanční výkonnosti podniku s odvětvím, ve kterém má předmět svého podnikání. Tímto odvětvím je podle klasifikace CZ-NACE zpracovatelský průmysl, konkrétně oddíl 17, který představuje výrobu papíru a výrobků z papíru. V úvodní části jsou ve sledovaném období 2008 až 2013 porovnány výsledky finanční stability, zadluženosti a rentability. Dále je proveden pro odvětví výpočet nákladů vlastního kapitálu prostřednictvím modelu oceňování kapitálových aktiv CAPM a stavebnicového modelu. Na základě těchto dvou možností stanovení nákladů vlastního kapitálu je vyčíslena hodnota ekonomické přidané hodnoty, která je následně podrobena pyramidovému rozkladu včetně funkcionální a integrální analýzy odchylek.

Základní **ukazatele finanční stability a zadluženosti** pro analyzovaný podnik a odvětví se pro období od roku 2008 do roku 2013 nachází v následující tabulce 4.1. Výpočty byly provedeny pomocí vzorce (2.6) a (2.7).

Tabulka 4.1 Porovnání finanční stability a zadluženosti podniku s odvětvím (v %)

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl vl. kapitálu na aktivech - odvětví	56,58	57,51	57,06	62,50	57,18	55,77
Podíl vl. kapitálu na aktivech - firma	57,45	51,85	48,23	56,00	49,26	52,22
Ukazatel celkové zadluženosti - odvětví	42,22	42,13	42,48	37,25	42,31	43,77
Ukazatel celkové zadluženosti - firma	41,93	47,17	51,62	43,61	50,45	47,61

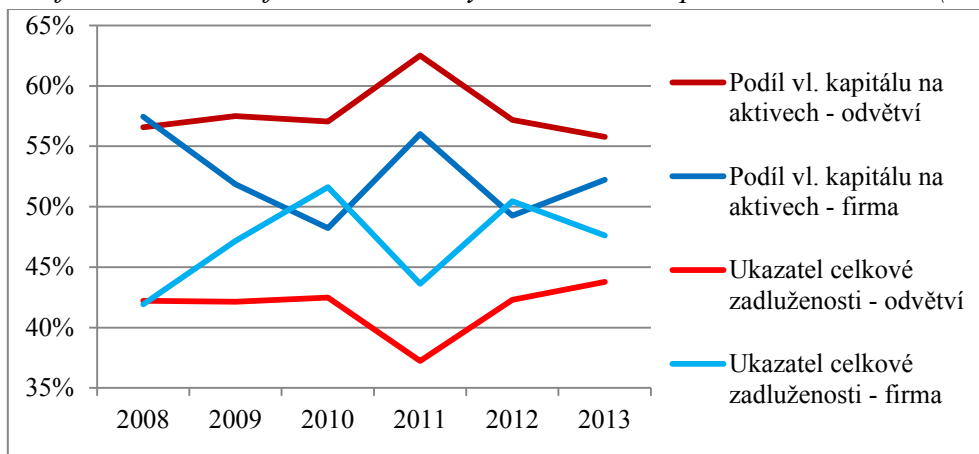
Z ukazatele podílu vlastního kapitálu na aktivech uvedeného v tabulce 4.1, který se řadí do skupiny ukazatelů hodnotících finanční stabilitu, vyplývá, že daný podnik až na rok 2008 vykazoval nižší hodnoty než odvětví. Tento vývoj byl dán strukturou celkových pasiv, kde v případě odvětví docházelo v letech 2009 až 2013 k většímu zastoupení vlastního kapitálu než u firmy.

Při zkoumání celkové zadluženosti u odvětví a podniku je patrné, že s výjimkou roku 2008 měla vyšší zadluženost vybraná firma. Celková zadluženost společnosti se v časovém

období 2008 až 2013 v průměru pohybovala okolo 47 %, zatímco u odvětví činila zadluženost jen 42 %. Ale i přes tohle hledisko lze zadluženost firmy považovat za přijatelnou.

Hodnoty z tabulky 4.1, která obsahuje vybrané ukazatele finanční stability a zadluženosti pro podnik i odvětví, jsou zobrazeny v grafu 4.1.

Graf 4.1 Porovnání finanční stability a zadluženosti podniku s odvětvím (v %)



Z grafu 4.1 je viditelné, že jednotlivé ukazatele měly obdobný vývoj jen v letech 2010 až 2012. V ostatních letech docházelo k opačnému trendu.

Rentabilita podniku a odvětví je zkoumána prostřednictvím rentability aktiv podle vzorce (2.12) a rentability vlastního kapitálu podle vzorce (2.14). Výsledné hodnoty za časové období 2008 až 2013 jsou součástí tabulky 4.2.

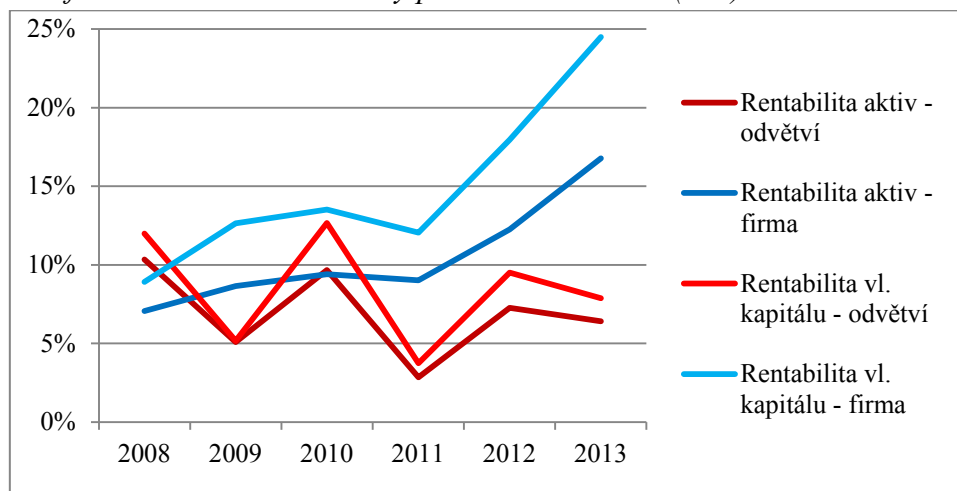
Tabulka 4.2 Porovnání rentability podniku s odvětvím (v %)

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita aktiv - odvětví	10,34	5,09	9,67	2,84	7,26	6,41
Rentabilita aktiv - firma	7,06	8,66	9,41	9,03	12,25	16,78
Rentabilita vl. kapitálu - odvětví	12,00	5,17	12,66	3,75	9,52	7,88
Rentabilita vl. kapitálu - firma	8,91	12,65	13,53	12,05	17,96	24,50

Z hodnot uvedených v tabulce 4.2 je zřejmé, že celkový vývoj rentability daného podniku byl odlišný od vývoje v odvětví, které bylo mezi jednotlivými roky charakteristické výraznými změnami. Rentabilita aktiv i vlastního kapitálu podniku vykazovala v letech 2011 až 2013 oproti odvětví dynamický růst, což je pro daný podnik pozitivním signálem. V roce 2013 činil rozdíl mezi rentabilitou vlastního kapitálu podniku a odvětví 16,63 p. b. Tento individuální vývoj podniku byl následkem prováděných investic do rozvoje podnikání.

Výsledné hodnoty z tabulky 4.2, které obsahují analýzu rentability dané společnosti a odvětví, jsou zakresleny do grafu 4.2.

Graf 4.2 Porovnání rentability podniku s odvětvím (v %)



Z grafu 4.2 je v časovém horizontu 2008 až 2013 patrný rostoucí trend rentability aktiv a vlastního kapitálu podniku oproti variabilitě hodnot odpovídajícím odvětví.

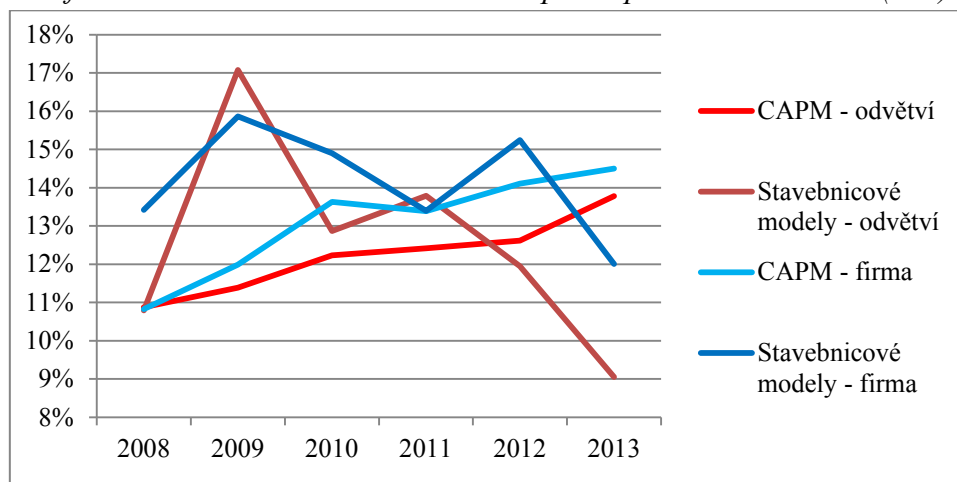
Náklady vlastního kapitálu byly pro odvětví stanoveny stejně jako pro podnik na základě dvou přístupů, a to pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv CAPM a stavebnicového modelu, jejichž postupy výpočtu byly stejné jako v podkapitole 3.4.1. Výsledky nákladů vlastního kapitálu se nachází v tabulce 4.3

Tabulka 4.3 Porovnání nákladů vlastního kapitálu podniku s odvětvím (v %)

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CAPM - odvětví	10,88	11,39	12,23	12,42	12,62	13,78
CAPM - firma	10,83	11,99	13,63	13,39	14,11	14,50
Stavebnicové modely - odvětví	10,80	17,08	12,87	13,79	11,95	9,05
Stavebnicové modely - firma	13,42	15,87	14,90	13,39	15,25	12,01

Podle údajů v tabulce 4.3 měly náklady vlastního kapitálu podle modelu CAPM pro podnik i odvětví v roce 2008 téměř shodnou výši. V následujících letech docházelo jen k nepatrným rozdílům, kdy vyšší hodnoty vykazovala v každém roce firma. Tento obdobný vývoj je dán charakterem výpočtu modelu CAPM, při kterém v rámci odvětví a podniku dochází k částečnému zkreslování výsledků. Významnějším indikátorem je stavebnicový model, který odráží specifické faktory dané jak firmou, tak i odvětvím. Z tohoto důvodu je vývoj nákladů vlastního kapitálu při porovnání vybrané společnosti s celým odvětvím mnohem rozdílnější. Celkové porovnání nákladů vlastního kapitálu je zřetelnější v grafu 4.3.

Graf 4.3 Porovnání nákladů vlastního kapitálu podniku s odvětvím (v %)



Z grafu 4.3 vyplývají rozdíly vznikající při použití odlišných metod stanovení nákladů vlastního kapitálu.

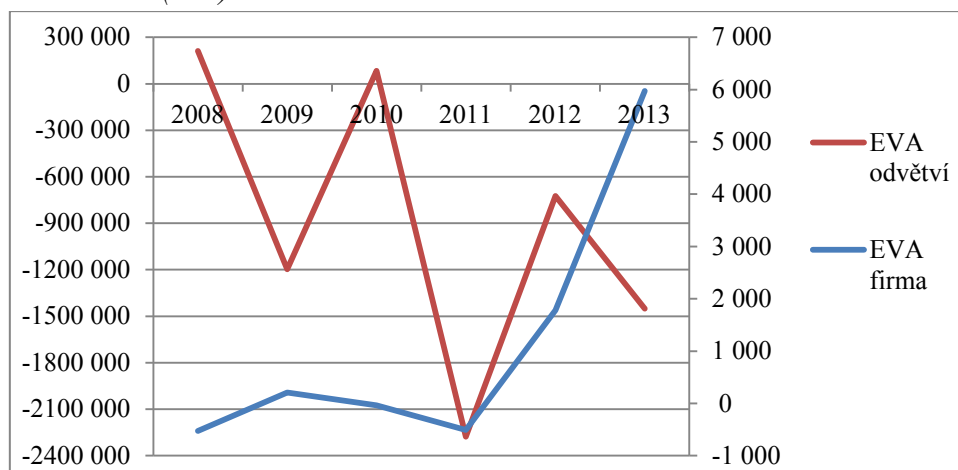
Ukazatel EVA je vypočítán na bázi zúženého hodnotového rozpětí prostřednictvím vzorce (2.33), a to nejprve s náklady kapitálu stanovenými podle modelu oceňování kapitálových aktiv CAPM a následně podle stavebnicového modelu. Výsledné hodnoty první varianty se nachází v tabulce 4.4.

Tabulka 4.4 Porovnání ukazatele EVA - R_E podle modelu CAPM - podniku s odvětvím (v %)

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EVA - odvětví	211 379	-1 196 816	83 991	-2 277 810	-723 578	-1 451 501
EVA - firma	-524	209	-37	-507	1 780	5 972

Podle výsledků ekonomické přidané hodnoty v tabulce 4.4 lze konstatovat, že vybraná firma zaujímá na trhu jen malou část. Rozmezí odvětví, ve kterém se ve sledovaném období 2008 až 2013 pohyboval ukazatel EVA, bylo od -2 277 810 tis. Kč do 211 379 tis. Kč. Oproti tomu podnik vykazoval rozpětí jen od -524 tis. Kč do 5 972 tis. Kč. Hodnoty z tabulky 4.4 jsou přeneseny do grafu 4.4, kde na vodorovné ose jsou uvedeny jednotlivé roky, kdy probíhalo pozorování ukazatele EVA a na svislých osách jsou vyznačeny výsledné hodnoty, a to vlevo pro odvětví a vpravo pro podnik.

Graf 4.4 Porovnání ukazatele EVA - R_E podle modelu CAPM - podniku s odvětvím (v %)



V grafu 4.4 lze mezi odvětvím a danou firmou pozorovat odlišný vývoj ekonomické přidané, kdy se odvětví potýkalo s několika hlubokými propady, a to nejen v důsledku celosvětové krize.

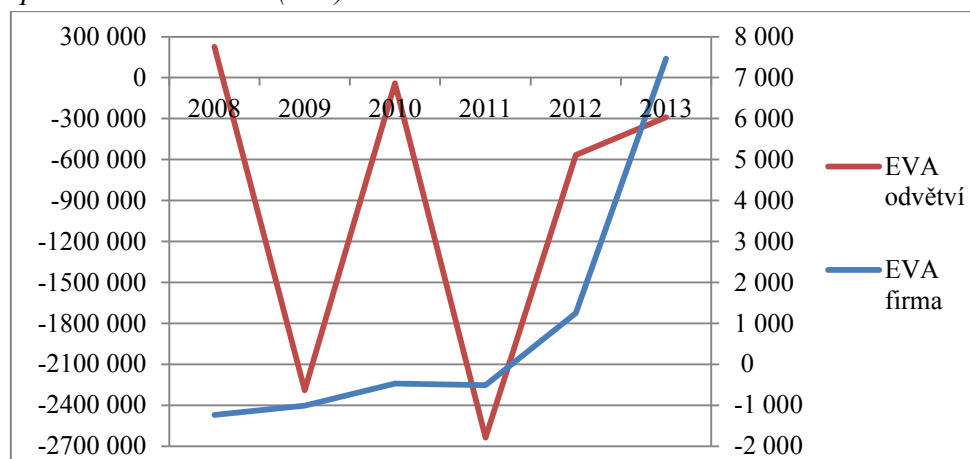
V následující tabulce 4.5 jsou pro časové období 2008 až 2013 uvedeny hodnoty ukazatele EVA, které vychází z nákladů kapitálu vyčíslených podle stavebnicového modelu.

Tabulka 4.5 Porovnání ukazatele EVA - R_E podle stavebnicového modelu - podniku s odvětvím (v %)

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EVA - odvětví	226 381	-2 290 776	-41 234	-2 638 044	-566 033	-289 710
EVA - firma	-1 234	-1 014	-471	-509	1 252	7 462

Z tabulky 4.5 je patrné, že v rámci nákladů vlastního kapitálu podle stavebnicového modelu docházelo v odvětví, zabývajícím se výrobou papíru a výrobků z papíru, ještě k větším poklesům ekonomického zisku, a to obzvláště v roce 2009. Nejnižší výsledek odvětví vykazovalo v roce 2011 na úrovni -2 638 044 tis. Kč. Na rozdíl od odvětví měl podnik ve sledovaném období 2008 až 2013 spíše rostoucí hodnoty. V grafu 4.5 jsou jednotlivé výsledky ekonomické přidané hodnoty pro odvětví i podnik zakresleny.

Graf 4.5 Porovnání ukazatele EVA - R_E podle stavebnicového modelu-podniku s odvětvím (v %)



Jak již bylo v předchozí kapitole 3 zmiňováno, tak stavebnicové modely na rozdíl od modelu oceňování kapitálových aktiv CAPM poskytují relevantnější výsledky, a proto je v následující části proveden pyramidový rozklad ukazatele EVA pro odvětví, který vychází právě ze stavebnicového modelu při stanovení nákladů vlastního kapitálu. Dílčí ukazatele pyramidového rozkladu jsou zkoumány prostřednictvím funkcionální a integrální analýzy odchylek, jejichž grafické zobrazení je součástí přílohy č. 9 a č. 10.

Funkcionální analýza odchylek je prvním přístupem pyramidového rozkladu a vychází ze vztahu (2.60). Výsledné hodnoty včetně dílčích absolutních vlivů a stanovení pořadí vlivů na vrcholový ukazatel EVA jsou uvedeny v tabulce 4.6.

Tabulka 4.6 Funkcionální metoda rozkladu ukazatele EVA pro odvětví (v tis. Kč)

	2008/2009		2009/2010		2010/2011	
Ukazatel	Absolutní vliv	Pořadí vlivu	Absolutní vliv	Pořadí vlivu	Absolutní vliv	Pořadí vlivu
Δ EVA	-2 517 156	-	2 249 542	-	-2 596 810	-
E	-21 053	1.	-30 807	6.	-334 881	5.
R_E	-1 195 318	6.	820 490	1.	-212 062	3.
EAT/EBIT	-188 221	3.	409 869	3.	193 665	1.
A/E	-26 312	2.	13 318	5.	-171 155	2.
EBIT/T	-894 367	5.	799 087	2.	-1 843 290	6.
T/A	-191 885	4.	237 585	4.	-229 087	4.
	2011/2012		2012/2013			
Ukazatel	Absolutní vliv	Pořadí vlivu	Absolutní vliv	Pořadí vlivu		
Δ EVA	2 072 011	-	276 323	-		
E	186 338	3.	-23 436	3.		
R_E	456 724	2.	692 304	1.		
EAT/EBIT	-162 437	6.	-184 682	6.		
A/E	145 645	4.	52 039	2.		
EBIT/T	1 363 767	1.	-138 388	5.		
T/A	81 974	5.	-121 512	4.		

Z tabulky 4.6 je zřejmé, že v roce 2009 došlo oproti roku 2008 k poklesu ekonomické přidané hodnoty, kdy meziroční změna činila -2 517 156 tis. Kč. Největší negativní vliv na tento vývoj měly náklady vlastního kapitálu, které vykazovaly absolutní hodnotu -1 195 318 tis. Kč. Naopak firmě se dařilo dosahovat rostoucího ekonomického zisku, za kterým stála zejména provozní rentabilita tržeb.

V následujícím roce 2010 byl zaznamenán vůči roku 2009 významný nárůst ukazatele EVA, a to o 2 249 542 tis. Kč, na kterém se hlavně podílely náklady vlastního kapitálu spolu s provozní rentabilitou tržeb, jejichž absolutní vliv byl okolo 800 mil. Kč. Firma se vyvíjela podobným způsobem, kdy byl rovněž vykázan růst vrcholového ukazatele v souvislosti s největším absolutním vlivem v podobě nákladů vlastního kapitálu, ale i finanční páky.

Rok 2011 byl oproti roku 2010 opět kritickým, kdy nastala změna ekonomické přidané hodnoty o -2 596 810. Nejvyšší negativní absolutní vliv byl registrován u ukazatele provozní rentability tržeb, která byla způsobena zejména prudkým propadem celkových tržeb v daném odvětví. V rámci srovnání s podnikem byl vývoj srovnatelný, protože se firma také potýkala s určitým poklesem ukazatele EVA, který byl ale způsoben jinými faktory. Největší kladný vliv měly na ekonomický zisk firmy náklady vlastního kapitálu, naopak největší záporný vliv měla finanční páka.

V roce 2012 vůči roku 2011 byl zaznamenán růst ukazatele EVA o 2 072 011 tis. Kč. Důvodem rostoucího vývoje byla v tomto roce z největší části provozní rentabilita tržeb, která měla pozitivní vliv nejen na odvětví, ale také i na analyzovanou firmu. Díky tomuto ukazateli byl evidován rostoucí trend ekonomického zisku i v rámci podniku.

V posledním zkoumaném roce 2013 nastalo opět zvýšení ekonomické přidané hodnoty odvětví, ale tentokrát jen o 276 323 tis. Kč. Největší absolutní vliv měly na ukazatel EVA náklady vlastního kapitálu. Naopak nejvíce negativně působila úroková a daňová redukce. U firmy byl zaznamenán dynamičtější nárůst ekonomického zisku, za kterým stála znova provozní rentabilita tržeb.

Integrální analýza odchylek, která se nachází v tabulce 4.7, slouží k potvrzení správnosti výše provedené funkcionální metody.

Tabulka 4.7 Integrální metoda rozkladu ukazatele EVA pro odvětví (v tis. Kč)

	2008/2009		2009/2010		2010/2011	
Ukazatel	Absolutní vliv	Pořadí vlivu	Absolutní vliv	Pořadí vlivu	Absolutní vliv	Pořadí vlivu
Δ EVA	-2 517 156	-	2 249 542	-	-2 596 810	-
E	4 823	1.	-62 196	6.	-18 138	2.
R _E	-1 207 709	6.	831 785	2.	-241 758	3.
EAT/EBIT	-230 177	4.	348 542	3.	362 557	1.
A/E	-33 603	2.	9 855	5.	-296 098	4.
EBIT/T	-833 868	5.	902 644	1.	-2 044 321	6.
T/A	-216 623	3.	218 913	4.	-359 052	5.
	2011/2012		2012/2013			
Ukazatel	Absolutní vliv	Pořadí vlivu	Absolutní vliv	Pořadí vlivu		
Δ EVA	2 072 011	-	276 323	-		
E	270 365	3.	-33 543	3.		
R _E	436 372	2.	715 645	1.		
EAT/EBIT	-81 586	6.	-194 567	6.		
A/E	81 397	4.	57 916	2.		
EBIT/T	1 318 136	1.	-143 038	5.		
T/A	47 326	5.	-126 091	4.		

Z údajů v tabulce 4.7 vyplývá, že integrální metoda rozkladu ukazatele EVA pro zkoumané odvětví potvrzuje předchozí funkcionální analýzu odchylek. V rámci sledovaného období 2008 až 2013 došlo jen k nepatrnému množství záměn v pořadí jednotlivých vlivů, které nijak významně neovlivnily vrcholový ukazatel. Navíc v posledních dvou obdobích bylo vykazováno identické pořadí vlivů dílčích proměnných na ukazatel EVA. Z tohoto důvodu může být v následující části provedena analýza citlivosti vlivů jen u funkcionální analýzy odchylek pyramidového rozkladu.

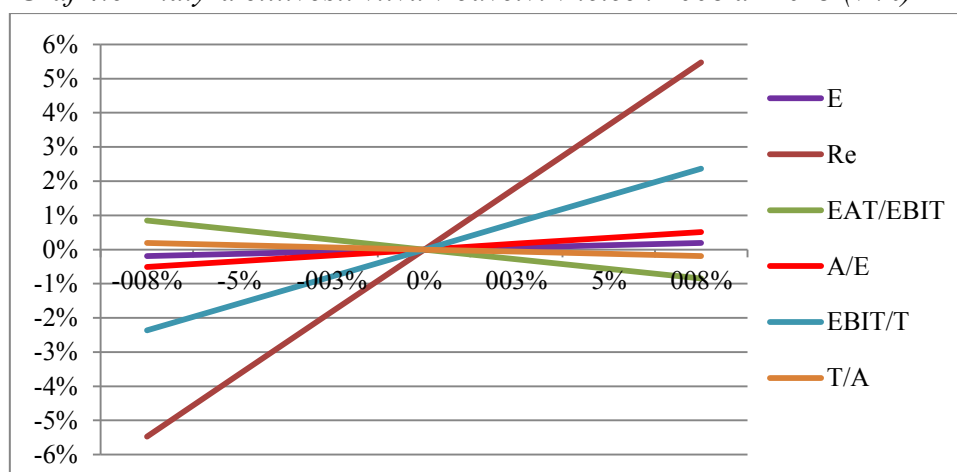
Analýza citlivosti vlivů zkoumaného odvětví je pro časový horizont 2008 až 2013 vyčíslena na základě vzorce (2.63) a (2.64). Průměrné výsledné hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce 4.8 a celkový výpočet je součástí přílohy č. 11.

Tabulka 4.8 Průměrná relativní změna ukazatele EVA pro odvětví při změně faktorů o parametr α v letech 2008 až 2013 (v %)

Parametr α	-7,50 %	-5 %	-2,50 %	0 %	2,50 %	5 %	7,50 %
E	-0,19	-0,13	-0,06	0,00	0,06	0,13	0,19
R _E	-5,47	-3,65	-1,82	0,00	1,82	3,65	5,47
EAT/EBIT	0,85	0,56	0,28	0,00	-0,28	-0,56	-0,85
A/E	-0,51	-0,34	-0,17	0,00	0,17	0,34	0,51
EBIT/T	-2,37	-1,58	-0,79	0,00	0,79	1,58	2,37
T/A	0,20	0,13	0,07	0,00	-0,07	-0,13	-0,20

Z tabulky 4.8, která obsahuje průměrné relativní změny ukazatele EVA pro odvětví při změně dílčích faktorů o parametr α , který byl stanoven v rozmezí od -7,5 % do 7,5 %, za předpokladu, kdy jsou ostatní faktory beze změny, lze vypočítat, že největší kladný vliv na analyzovaný ukazatel EVA měly náklady vlastního kapitálu. Konkrétně se průměrná relativní změna ekonomického zisku v reakci na změnu nákladů vlastního kapitálu pohybovala v intervalu od -5,47 % do 5,47%. Při srovnání citlivosti ekonomické přidané hodnoty na náklady vlastního kapitálu u podniku, bylo vykazováno opačné působení, tedy negativní ovlivňování. Shodná citlivost byla u odvětví i firmy evidována zejména u provozní rentability tržeb. Údaje z tabulky 4.8 jsou překresleny do grafu 4.6.

Graf 4.6 Analýza citlivosti vlivů v odvětví v letech 2008 až 2013 (v %)



Z grafu 4.6 je viditelné, že největší sklon měly náklady vlastního kapitálu, na které měl ukazatel EVA od roku 2008 do roku 2013 rovněž největší citlivost. Negativní sklon byl v rámci odvětví a firmy, zaznamenan u ukazatele obrátu aktiv a u úrokové a daňové redukce.

4.2 Celkové zhodnocení výsledků finanční výkonnosti podniku

V této části diplomové práce je učiněno celkového zhodnocení všech zjištěných výsledků, týkajících se finanční výkonnosti vybraného podniku, v časovém horizontu od roku 2008 do roku 2013. Tato analýza byla provedena nejen pro firmu, ale částečně také pro odvětví, které odpovídá předmětu činnosti společnosti. Vedle tradičních metod hodnocení výkonnosti byly aplikovány i moderní postupy v podobě ukazatele EVA.

Jako první byla provedena vertikální analýza, která se nejprve zaměřovala na strukturu aktiv a pasiv v rozvaze daného podniku. Z vertikální analýzy majetku společnosti bylo patrné, že až do roku 2011 se z větší části na celkových aktivech podílela oběžná aktiva, která

v průměru v letech 2008 až 2011 činila 55 %. Zásadní změna ve struktuře majetku podniku nastala v roce 2012, kdy se zvýšil podíl dlouhodobého majetku, konkrétně dlouhodobého hmotného majetku, na 65 %. Tento nárůst byl způsoben uskutečněnou investicí do nákupu nového výrobního zařízení a do celkové restrukturalizace. Z pohledu zdrojů financování majetku měl podnik podle vertikální analýzy pasiv ve sledovaném období větší zastoupení vlastního kapitálu, a to až na dvě výjimky, kdy v roce 2010 a 2012 převyšovaly o nepatrnou část vlastní kapitál cizí zdroje. Největší podíl na celkových pasivech měl výsledek hospodaření minulých let, který v průměru dosahoval hodnoty 44 %. Při vertikální analýze výkazu zisku a ztráty bylo zjištěno, že vybraný podnik vykazuje pouze kladný provozní výsledek hospodaření, který tvořily zejména tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Finanční výsledek hospodaření byl ve všech letech záporný, ale jelikož ve sledovaném období 2008 až 2013 zaujímal jen nepatrnou část, nedošlo k významnému negativnímu vlivu na chod společnosti.

Následně byla vykonána horizontální analýza, která sledovala vývoj jednotlivých položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty v časovém období 2008 až 2013. Celková hodnota aktiv v čase rostla a pomocí horizontální analýzy aktiv bylo zjištěno, že největší růst byl v roce 2012, a to u dlouhodobého majetku, který oproti roku 2011 vzrostl o 106 % z důvodu provedené investice do modernizace podniku. Protože daná společnost plánuje uskutečnění dalších investic do rozšíření výroby lze růst celkových aktiv očekávat i v následujících letech. Horizontální analýzou pasiv bylo zjištěno, že vývoj vlastního kapitálu a cizích zdrojů byl odlišný. Vlastní kapitál v období od roku 2008 do roku 2013 vykazoval stabilní růst, a to díky každoročnímu lineárnímu přírůstku výsledku hospodaření minulých let a výsledku hospodaření běžného účetního období. Naopak cizí zdroje se potýkaly s variabilitou, která byla způsobena nestálým vývojem krátkodobých závazků a bankovních úvěrů a výpomoci. Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty se zabývala meziročním vývojem finančního a provozního výsledku hospodaření. Konkrétně provozní výsledek hospodaření stál ve sledovaném období 2008 až 2013 za celkovým rozvojem dané společnosti, který byl umožněn zpětným vkládáním získaného kapitálu do podniku. Díky takto nastavené politice firmy mohl v roce 2012 oproti roku 2011 vzrůst provozní výsledek hospodaření o téměř 100 % a následně v roce 2013 vůči roku 2012 o necelých 60 %.

Kombinací obou výše zmíněných analýz je vertikálně-horizontální analýza, která komplexně zkoumala vývoj zvolených položek v porovnání se změnou struktury v čase. Vertikálně-horizontální analýza aktiv prokázala, že vývoj celkových aktiv ve sledovaném

období 2008 až 2013 odpovídal změnám struktury dlouhodobého hmotného majetku v jednotlivých letech. Naopak při analýze pasiv bylo zjištěno, že největší jejich položka výsledek hospodaření minulých let měla protichůdný vývoj. Celková pasiva se obdobně vyvíjela jen v souvislosti s bankovními úvěry a výpomoci. V případě vertikálně-horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty změny ve vývoji celkových provozních výnosů podstatně neovlivnily jejich strukturu, zatímco při vývoji celkových provozních nákladů došlo ke shodným výsledkům s největší položkou nákladů, kterou představovala spotřeba materiálu a energie.

Další tradiční metodou hodnocení výkonnosti je poměrová analýza, která se zabývala skupinami ukazatelů finanční stability a zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity v období od roku 2008 do roku 2013. První analyzovanou kategorií byly ukazatele finanční stability a zadluženosti, kde výsledné hodnoty podílu vlastního kapitálu na aktivech vypovídaly o tom, že daný podnik byl schopen až na roky 2010 a 2012, kdy došlo k poklesu, z větší části hradit svou činnost z vlastních zdrojů. V rámci hodnocení ukazatele celkové zadluženosti podnik splňoval ve všech letech požadavek, aby se jeho výsledky nacházely v rozmezí od 30 % do 70 %, přičemž konkrétní hodnoty dané společnosti byly v intervalu od 41,93 % do 51,62 %. Dalším pozitivním signálem byl v tomto období ukazatel úrokového krytí, který vykazoval, oproti minimálně hodnotě ve výši 1, v průměru hodnotu 13. Rovněž se podnik ve sledovaném období nepotýkal s nadměrným úrokovým zatížením. Z celkového hlediska lze vybranou společnost považovat za poměrně stabilní s vyváženou zadlužeností.

Z pohledu hodnocení rentability vykazoval daný podnik ve sledovaném období 2008 až 2013 tuto skupinu ukazatelů v jednotlivých letech rostoucí až na rok 2011, kdy došlo k mírnému poklesu z důvodu provedené investice do rozšíření a inovace výroby, která způsobila krátkodobé snížení výsledku hospodaření. Důležitým ukazatelem v oblasti hodnocení výnosnosti je rentabilita vlastního kapitálu, která vykazovala nejvyšší hodnoty. Konkrétně v roce 2013 byla rentabilita vlastního kapitálu ve výši 24,5 %, což znamená, že na jednu korunu vlastního kapitálu připadalo 0,245 čistého zisku. Příčinou tohoto příznivého růstu byl zejména vývoj výsledku hospodaření před úroky a daněmi, který se vybrané firmě dařilo dosahovat díky investicím do rozvoje společnosti.

V rámci hodnocení likvidity se společnost v časovém horizontu 2008 až 2013 dařilo využívat efektivně svůj majetek v souvislosti s dodržením platební schopnosti. Tuto situaci potvrzoval ukazatel celkové likvidity podniku, jehož výsledné hodnoty splňovaly předpoklad, aby se nacházely v intervalu od 1,5 do 2,5. Konkrétně byly v rozmezí od 1,5598 do 1,9518.

Další ukazatele v podobě pohotové a okamžité likvidity také potvrzovaly, že by daná firma neměla mít ve sledovaném období problémy s neočekávanými výdaji, jelikož držela dostatečné množství pohotových platebních prostředků.

Poslední kategorií poměrové analýzy jsou ukazatele aktivity, u kterých byly vyzorovány nedostatky zejména u doby obratu pohledávek a závazků. Konkrétně nebylo dodrženo pravidlo solventnosti, které spočívá v tom, že by doba obratu pohledávek měla být kratší než doba obratu závazků. Avšak v letech 2012 a 2013 byl zaznamenán pozitivní náznak, kdy došlo alespoň k přiblížení hodnot obou ukazatelů. Podnik by se určitě měl zaměřit na efektivnější řízení svých pohledávek a závazků. V souvislosti s nestálým charakterem celkových aktiv z důvodu významných změn ve struktuře majetku byl ve firmě pozorován i nestabilní vývoj ukazatele obrátky celkových aktiv a doby obratu aktiv.

Finanční výkonnost daného podniku byla dále hodnocena prostřednictvím souhrnných modelů, mezi které byl zařazen Altmanův model, Tafflerův model, Kralickuv Quick-test a Index IN01. Podle prvního aplikovaného bankrotního modelu, kterým byl Altmanův model, podniku hrozil bankrot jen s minimální pravděpodobností, protože, jen s jednou výjimkou v roce 2012, byly výsledky ve sledovaném období 2008 až 2013 vyšší než hodnota 2,9, která představuje horní mez intervalu pro šedou zónu. Tafflerův model, jako druhý bankrotní model, vykazoval již ve všech letech výsledky, které značně převyšovaly rozhraní šedé zóny. Potvrdil tedy, že danému podniku podle bankrotních modelů nehrozí úpadek. Podle Kralickova Quick- testu, který se řadí mezi bonitní modely, již podnik nevykazoval tak příznivé hodnoty. Pozitivem na výsledcích tohoto testu byly každoročně rostoucí hodnoty. Podnik se v letech 2008 až 2010 nacházel v tzv. šedé zóně, kde sice nedocházelo k vytváření hodnoty pro vlastníka, ale ani jednoznačně nehrozil bankrot. V následujících letech byly již výsledky Kralickova Quick-testu nad hranicí šedé zóny a podnik se stal v souvislosti s rostoucím výsledkem hospodaření a rentabilitou finančně stabilním a silným. Posledním modelem uzpůsobeným na podmínky na českém trhu byl Index IN01, podle kterého se firma nacházela převážně v šedé zóně. Pozitivním signálem byl rok 2013, kdy došlo k růstu výsledné hodnoty nad horní mez. Při celkovém zhodnocení byl podnik ve sledovaném období buď nad hranicí šedé zóny, nebo alespoň vykazoval rostoucí trend směrem k finanční stabilitě.

Při hodnocení finanční výkonnosti v této diplomové práci byla větší váha přiřazena modernímu přístupu, kterým byl ukazatel ekonomické přidané hodnoty, jež byl stanovený na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí. Při výpočtu ukazatele EVA se vycházelo ze dvou

alternativ pro náklady vlastního kapitálu, které byly vyčísleny prostřednictvím modelu CAPM a stavebnicového modelu. Výsledné hodnoty ukazatele EVA s využitím rozdílných nákladů vlastního kapitálu se od sebe značně lišily. Rozdílný vývoj byl způsoben zejména charakterem jednotlivých způsobů stanovení nákladů vlastního kapitálu. Jako relevantnější možnost vyčíslení ekonomického zisku byla EVA, která zahrnovala náklady kapitálu podle stavebnicového modelu, a to z toho důvodu, že tento postup umožňuje zahrnout specifické rysy vybrané firmy a podmínky vyskytující se na českém trhu. Vývoj ukazatel EVA byl ve sledovaném období rostoucí, kdy v roce 2008 vykazoval nejnižší hodnotu na úrovni -1 234 tis. Kč a v roce 2013 nejvyšší hodnotu ve výši 7 462 tis. Kč. Na tento rostoucí trend působil zejména zvyšující se výsledek hospodaření, který se projevil i v rentabilitě vlastního kapitálu.

V rámci pyramidového rozkladu ukazatele EVA s využitím nákladů vlastního kapitálu podle stavebnicového modelu bylo prostřednictvím funkcionální a integrální analýzy odchylek zjištěno, že v časovém období 2008 až 2013 měla na změny ve vývoji zejména vliv provozní rentabilita tržeb a náklady vlastního kapitálu. Analýzou citlivosti vlivů se dále došlo k závěru, že má ekonomická přidaná hodnota daného podniku největší kladnou citlivost na změny provozní rentability tržeb a finanční páky. Naopak negativní vliv na změnu ukazatele EVA vykazovaly náklady vlastního kapitálu, obrát aktiv a úroková a daňová redukce.

Důležitou součástí této diplomové práce bylo rovněž srovnání podstatných ukazatelů podniku s odvětvím. Z pohledu zadluženosti vykazoval daný podnik vyšší hodnoty oproti celému odvětví, přičemž celková zadluženost firmy nebyla v časovém horizontu 2008 až 2013 nadměrná a nezpůsobovala obavy z neschopnosti splácet. Pozitivním hlediskem byla v rámci poměrové analýzy rentabilita konkrétního podniku, která v posledních letech převyšovala výnosnost odvětví. Při srovnání ukazatele EVA bylo potvrzeno, že analyzovaný podnik zastupuje jen malou část na českém trhu, avšak vývoj tohoto ukazatele s využitím nákladů vlastního kapitálu podle stavebnicového modelu vykazoval rostoucí trend oproti nestabilnímu vývoji v odvětví. Následně bylo analýzou odchylek zjištěno, že na meziroční změny ukazatele EVA měly u podniku i odvětví nejčastěji vliv náklady vlastního kapitálu a provozní rentabilita tržeb.

Při celkovém zhodnocení finanční výkonnosti daného podniku lze konstatovat, že společnost má slabiny v řízení aktivity, kde by mělo dojít k zefektivnění dohlížení nad splatností svých pohledávek a závazků a měla by být rovněž lépe kontrolována platební morálka svých odběratelů. Analyzovaná společnost by si dále měla dávat pozor na překapitalizování podniku, kdy ve sledovaném období 2008 až 2013 docházelo opakovaně ke

krytí oběžného majetku vlastním kapitálem, který je pro podnik nákladnější. Naopak pozitivum ve vývoji této společnosti je spatřováno v rostoucím trendu velikosti majetku a ziskovosti. Daná firma v posledních letech investovala získané peněžní prostředky do restrukturalizace a rozvoje výroby, čímž umožnila opakované posunutí hranice produkčních možností a dosažení každoročně vyšších výnosů. Tuto situaci v roce 2012 a 2013 potvrdila kladná ekonomická přidaná hodnota, která představuje vytváření ekonomického nadzisku.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo hodnocení finanční výkonnosti vybraného podniku prostřednictvím ukazatele EVA a srovnání výsledných hodnot s vývojem v odvětví za časový horizont 2008 až 2013.

Tato práce byla rozčleněna do 5 kapitol, kde první kapitola představovala úvod a poslední pátá kapitola se zabývala závěrem, kde bylo provedeno celkové shrnutí výsledných hodnot.

Druhá kapitola se zaměřovala na teoretický popis jednotlivých postupů vedoucích ke zjištění finanční úrovně, kde byly nejdříve charakterizovány tradiční přístupy a následně moderní postoje v podobě ekonomické přidané hodnoty.

Třetí kapitola byla stěžejní částí diplomové práce. Byla zde provedena konkrétní analýza finanční výkonnosti vybraného podniku, a to nejprve prostřednictvím vertikální, horizontální a poměrové analýzy. Dalším krokem bylo aplikování souhrnných modelů hodnotících finanční výkonnost, mezi které se řadil Altmanův model, Tafflerův model, Kralickuv Quick-test a Index IN01. Následně byl zvolený podnik posuzován na základě ukazatele EVA, kde bylo zapotřebí jako první stanovit náklady vlastního kapitálu pomocí modelu CAPM a stavebnicového modelu. Výpočet ukazatele EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí dále vycházel z obou variant pro vyčíslení nákladů vlastního kapitálu. Zjištěná ekonomická přidaná hodnota byla v další části analyzována pomocí pyramidového rozkladu, včetně funkcionální a integrální analýzy odchylek a také analýzy citlivosti vlivů.

Ve čtvrté kapitole bylo provedeno srovnání výsledků firmy s odvětvím a celkové vyhodnocení situace. Bylo zjištěno, že analyzovaný podnik vykazoval ve sledovaném období 2008 až 2013 stabilitu a přiměřenou zadluženost. Rentabilita společnosti měla oproti odvětví rostoucí tendenci, což lze považovat za pozitivní vývoj. V rámci hodnocení likvidity podniku byly splněny požadavky na stanovené rozpětí hodnot, naopak analýzou aktivity byly zjištěny nedostatky v oblasti řízení pohledávek a závazků, kde nebylo dodrženo pravidlo solventnosti. Analýzou podniku pomocí vybraných bankrotních modelů byla daná společnost shledána jako stabilní s malou pravděpodobností úpadku. U dalších dvou modelů, mezi které se řadil Kralickuv Quick-test a index IN01, se podnik sice nacházel převážně v šedé zóně, ale v posledních letech byl zaznamenán rostoucí trend směrem k finanční stabilitě. Při hodnocení finanční výkonnosti byla větší váha přidělena modernímu přístupu, a to ukazateli EVA, který vycházel z nákladů vlastního kapitálu, které byly stanoveny prostřednictvím modelu CAPM a stavebnicového modelu. Konkrétně vývoj ukazatele EVA s náklady vlastního kapitálu podle

stavebnicového modelu byl v analyzovaném období rostoucí, kdy v roce 2008 vykazoval nejnižší hodnotu na úrovni -1 234 tis. Kč a v roce 2013 nejvyšší hodnotu ve výši 7 462 tis. Kč. Na tento rostoucí trend působil zejména zvyšující se výsledek hospodaření, který se projevil i v rentabilitě vlastního kapitálu. Srovnáním ukazatele EVA pro podnik i odvětví bylo potvrzeno, že analyzovaný podnik zastupuje jen malou část na českém trhu, ale i přes to vývoj tohoto ukazatele pro danou firmu vykazoval oproti nestabilnímu vývoji v odvětví rostoucí trend. Následně bylo analýzou odchylek zjištěno, že na meziroční změny ukazatele EVA měly u podniku i odvětví nejčastěji vliv náklady vlastního kapitálu a provozní rentabilita tržeb. Vybraný podnik se v posledních letech zaměřoval na investice do výroby, čímž umožnil opakované posunutí hranice produkčních možností a dosažení každoročně vyšších výnosů. Tuto situaci v roce 2012 a 2013 potvrdila kladná ekonomická přidaná hodnota a v souvislosti s dalšími plánovanými investicemi v následujících letech lze očekávat, že bude analyzovaný podnik vykazovat kladnou hodnotu ukazatele EVA i nadále.

Seznam použité literatury

Knihy

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-2.
- [2] GRANT, James L. *Foundations of Economic Value Added*. 2nd ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2003. 324 s. ISBN 978-0-471-47181-3.
- [3] GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- [5] MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. 240 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
- [6] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [7] NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [8] PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 2012. 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.
- [9] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýz: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4. rozš. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. 144 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
- [10] ŠULÁK, Milan a Emil VACÍK. *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a právní, 2005. 90 s. ISBN 80-86754-33-2.
- [11] VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. 248 s. ISBN 978-80-247-3647-1.

Internetové zdroje

- [1] DAMODARAN. *Home page for Aswath Damodaran – Archived data* [online]. [31. 1. 2015]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

- [2] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *MPO: Analýza vývoje ekonomiky ČR 2008 až 2012* [online]. MPO [4. 2. 2015]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>
- [3] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *MPO: Finanční analýza podnikové sféry 2008 až 2012* [online]. MPO [4. 2. 2015]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>

Seznam zkratek

A	aktiva
Abs.	absolutní
APM	arbitrážní model oceňování
Apod.	a podobně
CFROI	cash flow výnosnost investice
comp.	company
C	kapitál
c	kupónová platba
CF	cash flow
CZ	čistý zisk
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
Č.	číslo
D	úročený cizí kapitál
D_z	rozdíl úplatných zdrojů a vlastního kapitálu
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DI.	dlouhodobý
DM	dlouhodobý majetek
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
DIV	hodnota dividendy
E	vlastní kapitál
$E(R_E)$	očekávaný výnos vlastního kapitálu
$E(R_J)$	očekávaný výnos j -tého faktoru
$E(R_M)$	očekávaný výnos tržního portfolia
EAT	zisk po zdanění
EBIT	zisk před úroky a daněmi
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FEFCO	Fédération Européenne des Fabricants de Carton Ondulé
g	tempo růstu hodnoty dividend
i	úroková míra
IN01	index Inky a Ivana Neumairových z roku 2001
KBU	krátkodobé bankovní úvěry

Kč	koruna česká
Kr.	krátkodobý
KZ	krátkodobé zdroje
L3	ukazatel celkové likvidity
LP	leasingová platba
Mil.	milion
Mld.	miliard
MVA	tržní přidaná hodnota
N	doba pronájmu
Nákl.	nákladové
NOPAT	zisk z provozní činnosti podniku po zdanění
NV	nominální hodnota dluhopisu
OA	oběžná aktiva
P _D	tržní cena dluhopisu
P _L	cena předmětu leasingu
R _D	náklady úročeného cizího kapitálu
R _E	náklady vlastního kapitálu
R _F	bezriziková sazba
R _{finstab}	riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability
R _{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
R _p	riziková prémie
R _{podnikatelské}	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
ROA	rentabilita aktiv
ROC	rentabilita investovaného kapitálu
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
S.	strana
T	doba splatnosti dluhopisu
t	sazba daně z příjmu
T1	původní Tafflerův index
T2	modifikovaný Tafflerův index
Tj.	to je

Tis.	tisíc
U	nákladové úroky
U_i	hodnota dílčího ukazatele
U_t	hodnota ukazatele v běžném roce
U_{t-1}	hodnota ukazatele v předchozím roce
UM	úroková míra
UZ	úplatné zdroje
VH	výsledek hospodaření
VL	vlastní
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
$WACC_L$	náklady celkového kapitálu zadlužené firmy
$WACC_U$	náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy
Z	skóre Altmanova modelu
ZC	zůstatková cena předmětu leasingu
β_E	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
β_{Ej}	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru
β^L	beta koeficient zadlužené firmy
β^U	beta koeficient nezadlužené firmy

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě od mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 24. dubna 2015



Nikol Michelová

Seznam příloh

- Příloha č. 1** Rozvaha – aktiva analyzované společnosti za období 2008 – 2013 (v tis. Kč)
- Příloha č. 2** Rozvaha – pasiva analyzované společnosti za období 2008 – 2013 (v tis. Kč)
- Příloha č. 3** Výkaz zisku a ztráty analyzované společnosti za období 2008 – 2013 (v tis. Kč)
- Příloha č. 4** Vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty za období 2008 - 2013
- Příloha č. 5** Horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty za období 2008 – 2013
- Příloha č. 6** Pyramidový rozklad ukazatele EVA podniku funkcionální metodou za období 2008 – 2013
- Příloha č. 7** Pyramidový rozklad ukazatele EVA podniku integrální metodou za období 2008 – 2013
- Příloha č. 8** Analýza citlivosti vlivů ukazatele EVA podniku za období 2008 – 2013
- Příloha č. 9** Pyramidový rozklad ukazatele EVA odvětví funkcionální metodou za období 2008 – 2013
- Příloha č. 10** Pyramidový rozklad ukazatele EVA odvětví integrální metodou za období 2008 – 2013
- Příloha č. 11** Analýza citlivosti vlivů ukazatele EVA odvětví za období 2008 – 2013

Příloha č. 1 Rozvaha – aktiva analyzované společnosti za období 2008 – 2013 (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKTIVA CELKEM	47 684	60 820	71 083	67 650	93 742	114 359
Dlouhodobý majetek	19 480	28 847	33 093	29 491	60 818	64 419
Dlouhodobý nehmotný majetek	53	55	239	180	288	317
software	53	55	239	124	236	317
nedokončený DNM	0	0	0	56	52	0
Dlouhodobý hmotný majetek	19 427	28 792	32 854	29 311	60 530	64 102
pozemky	870	870	870	870	8 507	8 507
stavby	11 265	10 476	10 996	10 256	27 748	30 351
SMV a SMV	7 218	8 300	20 988	18 185	21 744	21 093
nedokončený DHM	74	329	0	0	2 531	460
poskytnuté zálohy na DM	0	8 817	0	0	0	3 691
Oběžná aktiva	27 482	31 722	37 859	38 061	32 157	49 767
Zásoby	4 615	4 974	4 916	7 989	5 672	9 019
materiál	2 221	2 743	2503	2 309	2 116	3 756
nedokončená výroba a polotovary	768	1 098	998	2 019	1 596	1 552
výrobky	1 500	1 047	1399	3 538	1 960	3 711
zboží	126	86	16	123	0	0
Krátkodobé pohledávky	19 716	23 060	27 836	22 696	21 252	31 947
pohledávky z obchodních vztahů	18 956	21 791	27 529	22 102	20 600	26 319
stát-daňové pohledávky	395	0	0	184	0	0
krátkodobé poskytnuté zálohy	365	412	181	315	550	144
dohadné účty aktivní	0	0	116	0	0	137
jiné pohledávky	0	857	10	95	102	5 347
Krátkodobý finanční majetek	3 151	3 688	5 107	7 376	5 233	8 801
peníze	16	10	23	21	184	414
účty v bankách	3 135	3 678	5 084	7 355	5 049	8 387
Časové rozlišení	722	251	131	98	767	173
náklady příštích období	553	88	128	47	476	63
příjmy příštích období	169	163	3	51	291	110

Příloha č. 2 Rozvaha – pasiva analyzované společnosti za období 2008 – 2013 (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PASIVA CELKEM	47 684	60 820	71 083	67 650	93 742	114 359
Vlastní kapitál	27 396	31 535	34 283	37 887	46 177	59 718
Základní kapitál	100	100	100	100	100	100
Kapitálové fondy	0	857	0	0	0	0
oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	857	0	0	0	0
Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	160	152	119	159	155	64
zákonný rezervní a nedělitelný fond	10	10	10	10	10	10
statutární a ostatní fondy	150	142	109	149	145	54
VH minulých let	24 694	26 436	29 427	33 063	37 628	44 922
nerozdělený zisk minulých let	24 694	26 436	29 427	33 063	37 628	44 922
VH běžného účetního období	2 442	3 990	4 637	4 565	8 294	14 632
Cizí zdroje	19 994	28 686	36 690	29 504	47 292	54 450
Dlouhodobé závazky	563	523	511	614	679	700
odložený daňový závazek	563	523	511	614	679	700
Krátkodobé závazky	15 123	17 560	20 897	19 500	20 616	31 347
závazky z obchodních vztahů	12 820	15 255	17 337	15 141	16 933	21 063
závazky ke společníkům, členům družstva k účastníkům sdružení	17	18	3	21	58	72
závazky k zaměstnancům	1 057	949	1 057	1 389	836	930
závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	574	584	663	629	525	588
stát-daňové závazky a dotace	576	492	1 390	1 731	2 020	8 652
krátkodobé přijaté zálohy	1	44	54	33	48	0
dohadné účty pasivní	70	208	373	525	147	29
jiné závazky	8	10	20	31	49	13
Bankovní úvěry a výpomoci	4 308	10 603	15 282	9 390	25 997	22 403
bankovní úvěry dlouhodobé	3 179	4 588	9 390	6 762	22 404	18 810
krátkodobé bankovní úvěry	1 129	6 015	5 892	2 628	3 593	3 593
Časové rozlišení	294	599	110	259	273	191
výdaje příštích období	294	599	110	259	273	191

Příloha č. 3 Výkaz zisku a ztráty analyzované společnosti za období 2008 – 2013 (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
tržby za prodej zboží	11 256	10 089	11 239	5 720	1 123	0
náklady vynaložené na prodané zboží	8 331	6 509	8 060	4 378	879	0
Obchodní marže	2 925	3 580	3 179	1 342	244	0
Výkony	105 806	97 034	116 519	128 951	126 630	164 032
tržby za prodej vl. výrobků a služeb	105 684	97 136	116 222	125 509	128 525	162 293
změna stavu zásob vlastní činnosti	-103	-122	253	3 163	-1976	1 739
aktivace	225	20	44	279	81	0
Výkonová spotřeba	83 007	72 142	91 865	98 691	91 671	120 472
spotřeba materiálu a energie	68 677	54 953	70 426	81 450	76 497	100 373
služby	14 330	17 189	21 439	17 241	15 174	20 099
Přidaná hodnota	25 724	28 472	27 833	31 602	35 203	43 560
Osobní náklady	22 205	21 842	22 168	22 842	20 096	21 969
mzdové náklady	15 915	15 949	16 221	17 143	15 042	16 399
náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	5 992	5 397	5 625	5 440	4 927	5 463
sociální náklady	298	496	322	259	127	107
daně a poplatky	72	72	102	110	913	181
odpisy DNM a DHM	2 179	2 294	3 343	3 310	3 502	4 346
Tržby z prodeje DM a materiálu	1 295	3 841	9 955	5 450	8 799	10 507
tržby z prodeje DM	114	292	4 987	210	704	157
tržby z prodeje materiálu	1 181	3 549	4 968	5 240	8 095	10 350
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	673	2 559	3 941	4 686	6 931	8 368
zůstatková cena prodaného DM	0	2	35	433	478	0
prodaný materiál	673	2 557	3 906	4 253	6 453	8 368
změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-257	169	188	-273	104	40
ostatní provozní výnosy	3 847	372	249	269	418	611
ostatní provozní náklady	2 774	738	1 029	702	1 018	817
Provozní VH	3 220	5 011	7 266	5 944	11 856	18 957
výnosové úroky	2	3	5	6	1	5
nákladové úroky	277	292	854	504	1 133	1 086
ostatní finanční výnosy	675	1 223	781	1 122	455	756
ostatní finanční náklady	531	971	1 361	966	827	529
Finanční VH	-131	-37	-1 429	-342	-1 504	-854
Daň z příjmu za běžnou činnost	647	984	1 200	1 037	2 058	3 471
splatná	716	1 023	1 212	934	1 993	3 450
odložená	-69	-39	-12	103	65	21
VH za běžnou činnost	2 442	3 990	4 637	4 565	8 294	14 632

VH za účetní období	2 442	3 990	4 637	4 565	8 294	14 632
VH před zdaněním	3 089	4 974	5 837	5 602	10 352	18 103

Příloha č. 4 Vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty za období 2008 – 2013

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA AKTIV (v %)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Dlouhodobý majetek	40,85	47,43	46,56	43,59	64,88	56,33
DNM	0,11	0,09	0,34	0,27	0,31	0,28
DHM	40,74	47,34	46,22	43,33	64,57	56,05
Oběžná aktiva	57,63	52,16	53,26	56,26	34,30	43,52
Zásoby	9,68	8,18	6,92	11,81	6,05	7,89
Krátkodobé pohledávky	41,35	37,92	39,16	33,55	22,67	27,94
KFM	6,61	6,06	7,18	10,90	5,58	7,70
Časové rozlišení	1,51	0,41	0,18	0,14	0,82	0,15

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA PASIV (v %)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Vlastní kapitál	57,45	51,85	48,23	56,00	49,26	52,22
Základní kapitál	0,21	0,16	0,14	0,15	0,11	0,09
Kapitálové fondy	0,00	1,41	0,00	0,00	0,00	0,00
Rezervní fond, ostatní fondy	0,34	0,25	0,17	0,24	0,17	0,06
VH minulých let	51,79	43,47	41,40	48,87	40,14	39,28
VH běžného účetního období	5,12	6,56	6,52	6,75	8,85	12,79
Cizí zdroje	41,93	47,17	51,62	43,61	50,45	47,61
Dlouhodobé závazky	1,18	0,86	0,72	0,91	0,72	0,61
Krátkodobé závazky	31,72	28,87	29,40	28,82	21,99	27,41
Bankovní úvěry a výpomoci	9,03	17,43	21,50	13,88	27,73	19,59
Časové rozlišení	0,62	0,98	0,15	0,38	0,29	0,17

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VZZ (v %)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Výnosy celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Provozní výnosy	99,45	98,91	99,43	99,20	99,67	99,57
Finanční výnosy	0,55	1,09	0,57	0,80	0,33	0,43
Náklady celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Provozní náklady	99,33	98,83	98,33	98,92	98,46	98,98
Finanční náklady	0,67	1,17	1,67	1,08	1,54	1,02
VH před zdaněním	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Provozní VH	104,24	100,74	124,48	106,10	114,53	104,72
Finanční VH	-4,24	-0,74	-24,48	-6,10	-14,53	-4,72

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VZZ (v %)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Provozní výnosy	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Tržby za prodej zboží	9,21	9,06	8,15	4,07	0,82	0,00
Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	86,48	87,25	84,24	89,40	93,83	92,66
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,08	-0,11	0,18	2,25	-1,44	0,99
Aktivace	0,18	0,02	0,03	0,20	0,06	0,00
Tržby z prodeje DM a materiálu	1,06	3,45	7,22	3,88	6,42	6,00
Ostatní provozní výnosy	3,15	0,33	0,18	0,19	0,31	0,35
Finanční výnosy	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Výnosové úroky	0,30	0,24	0,64	0,53	0,22	0,66
Ostatní finanční výnosy	99,70	99,76	99,36	99,47	99,78	99,34
Provozní náklady	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Náklady vynaložené na prodané zboží	7,00	6,12	6,17	3,26	0,70	0,00
Spotřeba materiálu a energie	57,72	51,68	53,89	60,58	61,14	64,26
Služby	12,04	16,17	16,40	12,82	12,13	12,87
Daně a poplatky	0,06	0,07	0,08	0,08	0,73	0,12
Odpisy DNM a DHM	1,83	2,16	2,56	2,46	2,80	2,78
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	0,57	2,41	3,02	3,49	5,54	5,36
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	-0,22	0,16	0,14	-0,20	0,08	0,03
Ostatní provozní náklady	2,33	0,69	0,79	0,52	0,81	0,52
Osobní náklady	18,66	20,54	16,96	16,99	16,06	14,07
Finanční náklady	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Nákladové úroky	34,28	23,12	38,56	34,29	57,81	67,24
Ostatní finanční náklady	65,72	76,88	61,44	65,71	42,19	32,76

Příloha č. 5 Horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty za období 2008 – 2013

HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA AKTIV	Absolutní změna v tis. Kč				
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Aktiva celkem	13 136	10 263	-3 433	26 092	20 617
Dlouhodobý majetek	9 367	4 246	-3 602	31 327	3 601
DNM	2	184	-59	108	29
DHM	9 365	4 062	-3 543	31 219	3 572
Oběžná aktiva	4 240	6 137	202	-5 904	17 610
Zásoby	359	-58	3 073	-2 317	3 347
Krátkodobé pohledávky	3 344	4 776	-5 140	-1 444	10 695
KFM	537	1 419	2 269	-2 143	3 568
Časové rozlišení	-471	-120	-33	669	-594
HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA AKTIV	Relativní změna v %				
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Aktiva celkem	27,55	16,87	-4,83	38,57	21,99
Dlouhodobý majetek	48,09	14,72	-10,88	106,23	5,92
DNM	3,77	334,55	-24,69	60,00	10,07
DHM	48,21	14,11	-10,78	106,51	5,90
Oběžná aktiva	15,43	19,35	0,53	-15,51	54,76
Zásoby	7,78	-1,17	62,51	-29,00	59,01
Krátkodobé pohledávky	16,96	20,71	-18,47	-6,36	50,32
KFM	17,04	38,48	44,43	-29,05	68,18
Časové rozlišení	-65,24	-47,81	-25,19	682,65	-77,44

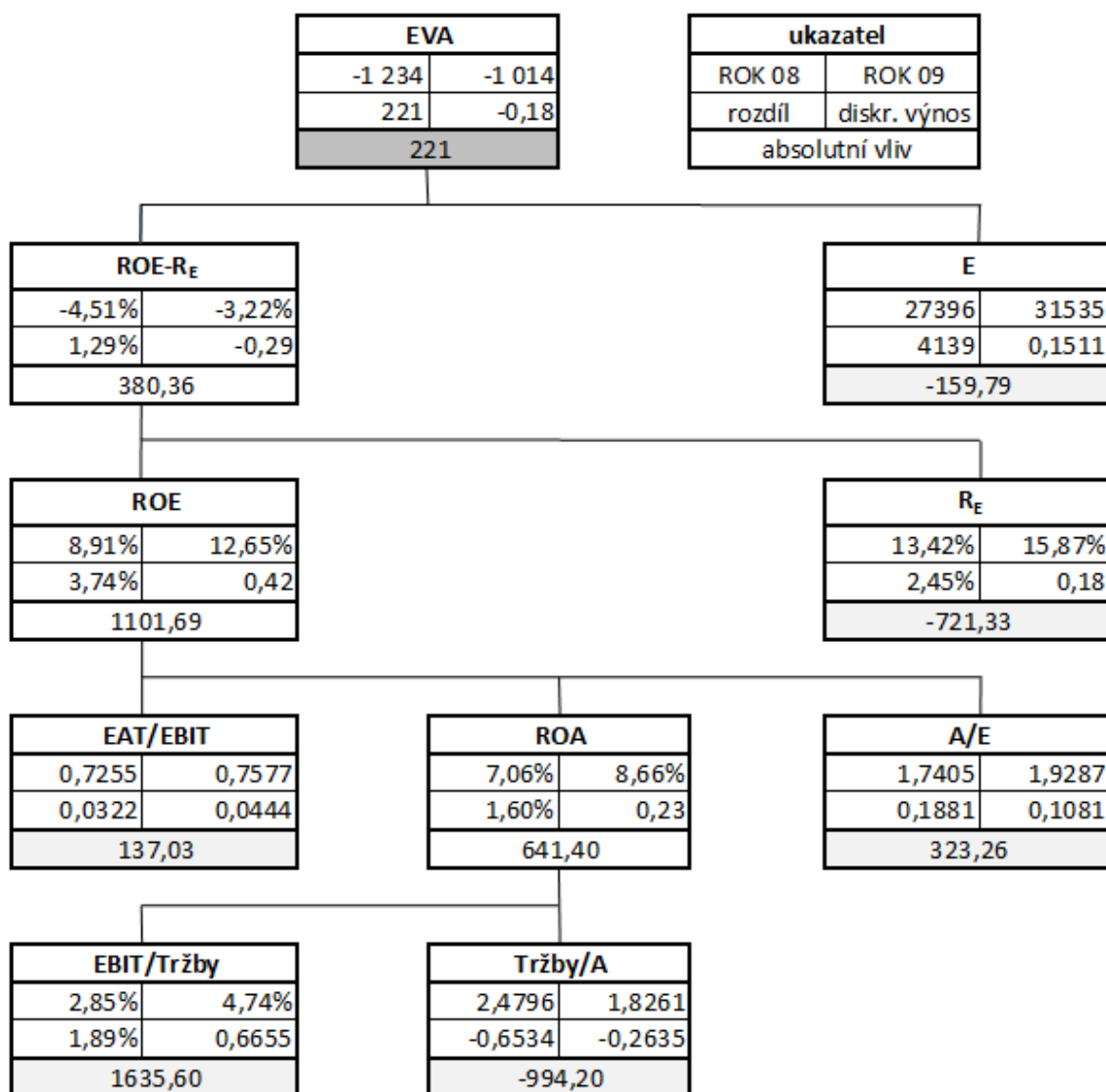
HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA PASIV	Absolutní změna v tis. Kč				
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Pasiva celkem	13 136	10 263	-3 433	26 092	20 617
Vlastní kapitál	4 139	2 748	3 604	8 290	13 541
Základní kapitál	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	857	-857	0	0	0
Rezervní fond, ostatní fondy	-8	-33	40	-4	-91
VH minulých let	1 742	2 991	3 636	4 565	7 294
VH běžného účetního období	1 548	647	-72	3 729	6 338
Cizí zdroje	8 692	8 004	-7 186	17 788	7 158
Dlouhodobé závazky	-40	-12	103	65	21
Krátkodobé závazky	2 437	3 337	-1 397	1 116	10 731
Bankovní úvěry a výpomoci	6 295	4 679	-5 892	16 607	-3 594
Časové rozlišení	305	-489	149	14	-82
HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA PASIV	Relativní změna v %				
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Pasiva celkem	27,55	16,87	-4,83	38,57	21,99
Vlastní kapitál	15,11	8,71	10,51	21,88	29,32
Základní kapitál	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitálové fondy	100,00	-100,00	0,00	0,00	0,00
Rezervní fond, ostatní fondy	-5,00	-21,71	33,61	-2,52	-58,71
VH minulých let	7,05	11,31	12,36	13,81	19,38
VH běžného účetního období	63,39	16,22	-1,55	81,69	76,42
Cizí zdroje	43,47	27,90	-19,59	60,29	15,14
Dlouhodobé závazky	-7,10	-2,29	20,16	10,59	3,09
Krátkodobé závazky	16,11	19,00	-6,69	5,72	52,05
Bankovní úvěry a výpomoci	146,12	44,13	-38,56	176,86	-13,82
Časové rozlišení	103,74	-81,64	135,45	5,41	-30,04

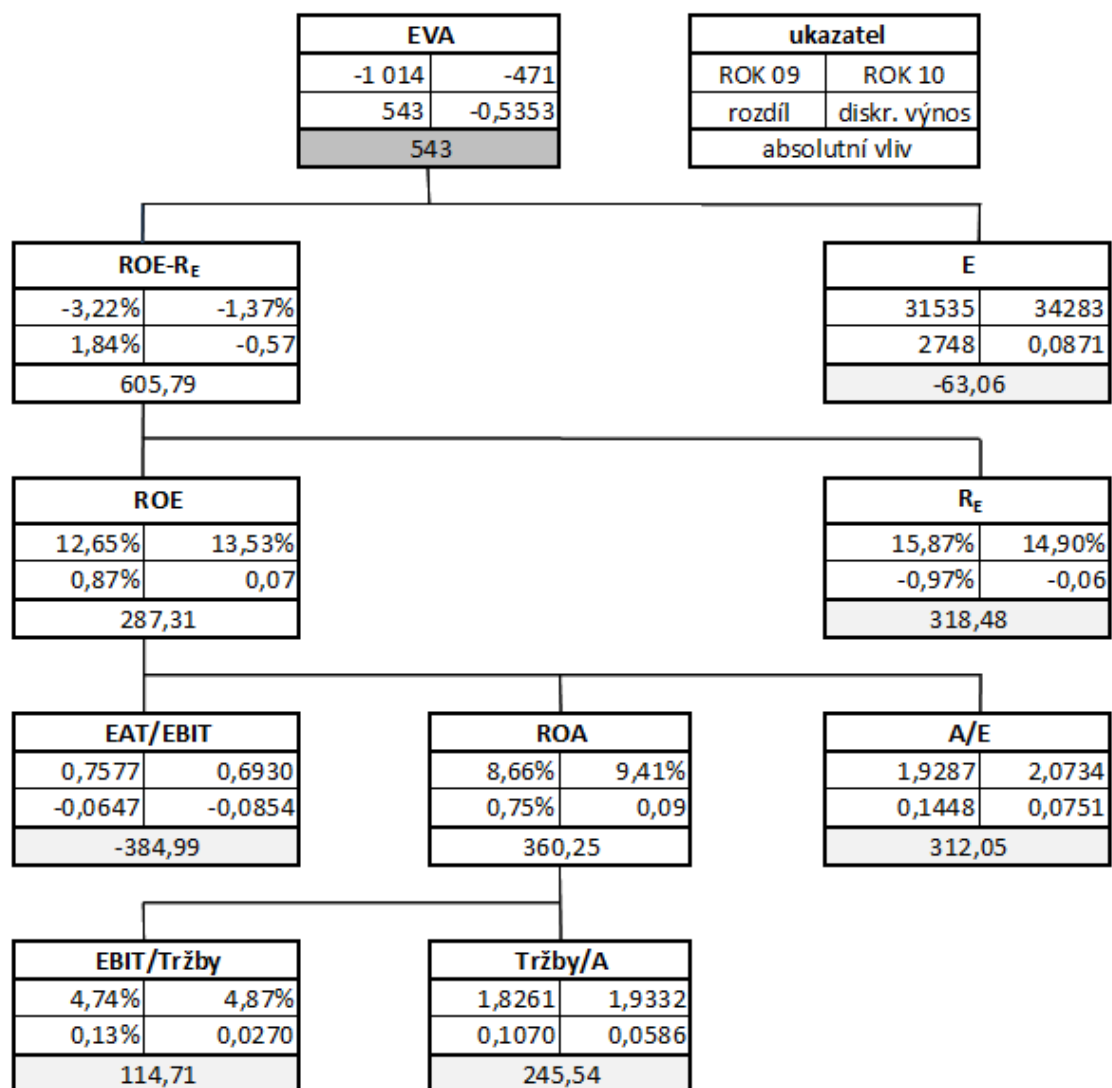
HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VZZ	Absolutní změna v tis. Kč				
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Výnosy celkem	-10 319	26 186	2 770	-4 092	38 485
Provozní výnosy	-10 868	26 626	2 428	-3 420	38 180
Finanční výnosy	549	-440	342	-672	305
Náklady celkem	-12 204	25 323	3 005	-8 842	30 734
Provozní náklady	-12 659	24 371	3 750	-9 332	31 079
Finanční náklady	455	952	-745	490	-345
VH před zdaněním	1 885	863	-235	4 750	7 751
Provozní VH	1 791	2 255	-1 322	5 912	7 101
Finanční VH	94	-1 392	1 087	-1 162	650
HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VZZ	Relativní změna v %				
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Výnosy celkem	-8,40	23,26	2,00	-2,89	28,00
Provozní výnosy	-8,89	23,91	1,76	-2,44	27,87
Finanční výnosy	81,09	-35,89	43,51	-59,57	66,89
Náklady celkem	-10,19	23,54	2,26	-6,51	24,19
Provozní náklady	-10,64	22,92	2,87	-6,94	24,84
Finanční náklady	56,31	75,38	-33,63	33,33	-17,60
VH před zdaněním	61,02	17,35	-4,03	84,79	74,87
Provozní VH	55,62	45,00	-18,19	99,46	59,89
Finanční VH	-71,76	3 762,16	-76,07	339,77	-43,22

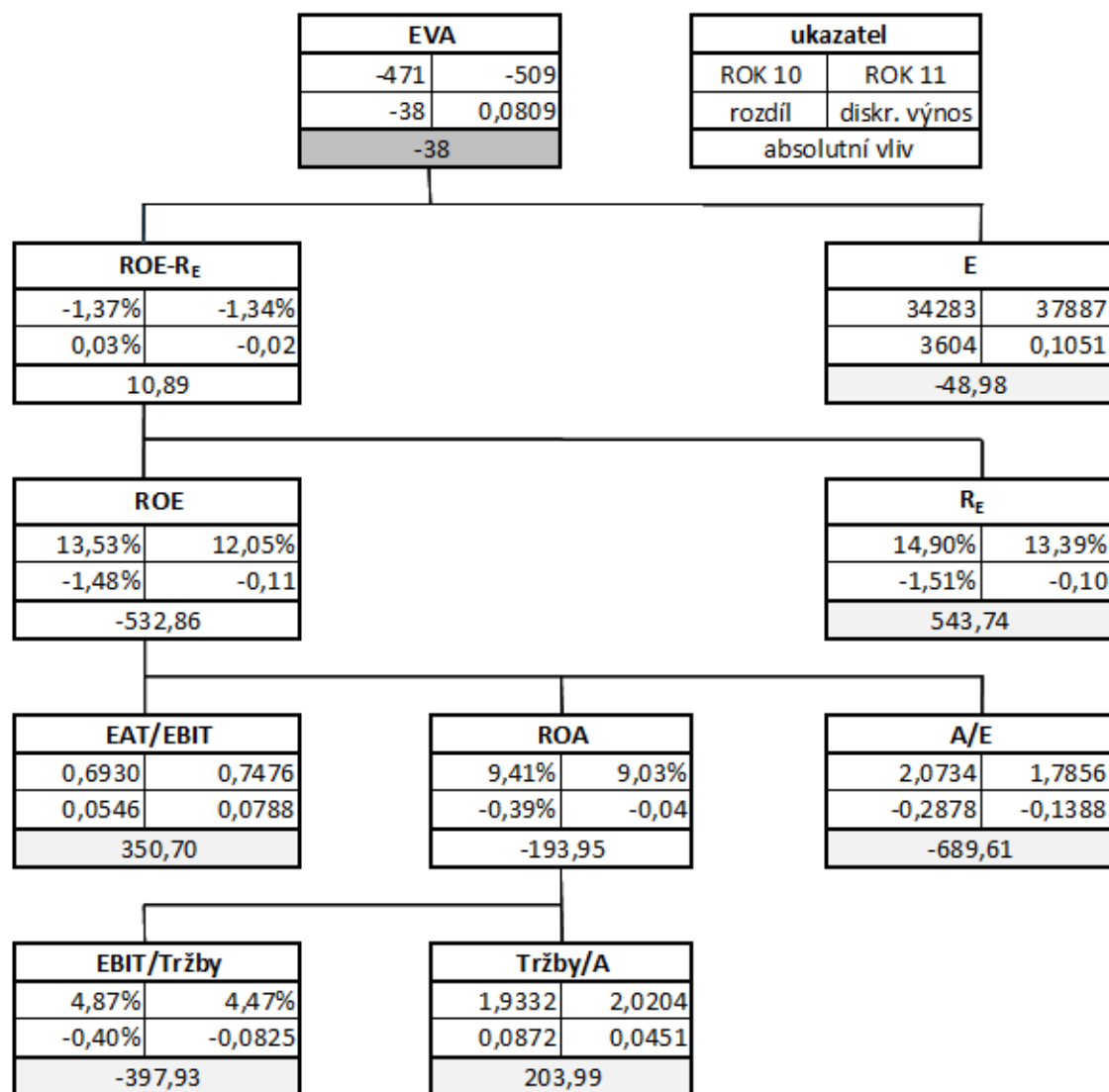
HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VZZ	Absolutní změna v tis. Kč				
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Provozní výnosy	-10 868	26 626	2 428	-3 420	38 180
Tržby za prodej zboží	-1 167	1 150	-5 519	-4 597	-1 123
Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	-8 548	19 086	9 287	3 016	33 768
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-19	375	2 910	-5 139	3 715
Aktivace	-205	24	235	-198	-81
Tržby z prodeje DM a materiálu	2 546	6 114	-4 505	3 349	1 708
Ostatní provozní výnosy	-3 475	-123	20	149	193
Finanční výnosy	549	-440	342	-672	305
Výnosové úroky	1	2	1	-5	4
Ostatní finanční výnosy	548	-442	341	-667	301
Provozní náklady	-12 659	24 371	3 750	-9 332	31 079
Náklady vynaložené na prodané zboží	-1 822	1 551	-3 682	-3 499	-879
Spotřeba materiálu a energie	-13 724	15 473	11 024	-4 953	23 876
Služby	2 859	4 250	-4 198	-2 067	4 925
Daně a poplatky	0	30	8	803	-732
Odpisy DNM a DHM	115	1 049	-33	192	844
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	1 886	1 382	745	2 245	1 437
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	426	19	-461	377	-64
Ostatní provozní náklady	-2 036	291	-327	316	-201
Osobní náklady	-363	326	674	-2 746	1 873
Finanční náklady	455	952	-745	490	-345
Nákladové úroky	15	562	-350	629	-47
Ostatní finanční náklady	440	390	-395	-139	-298

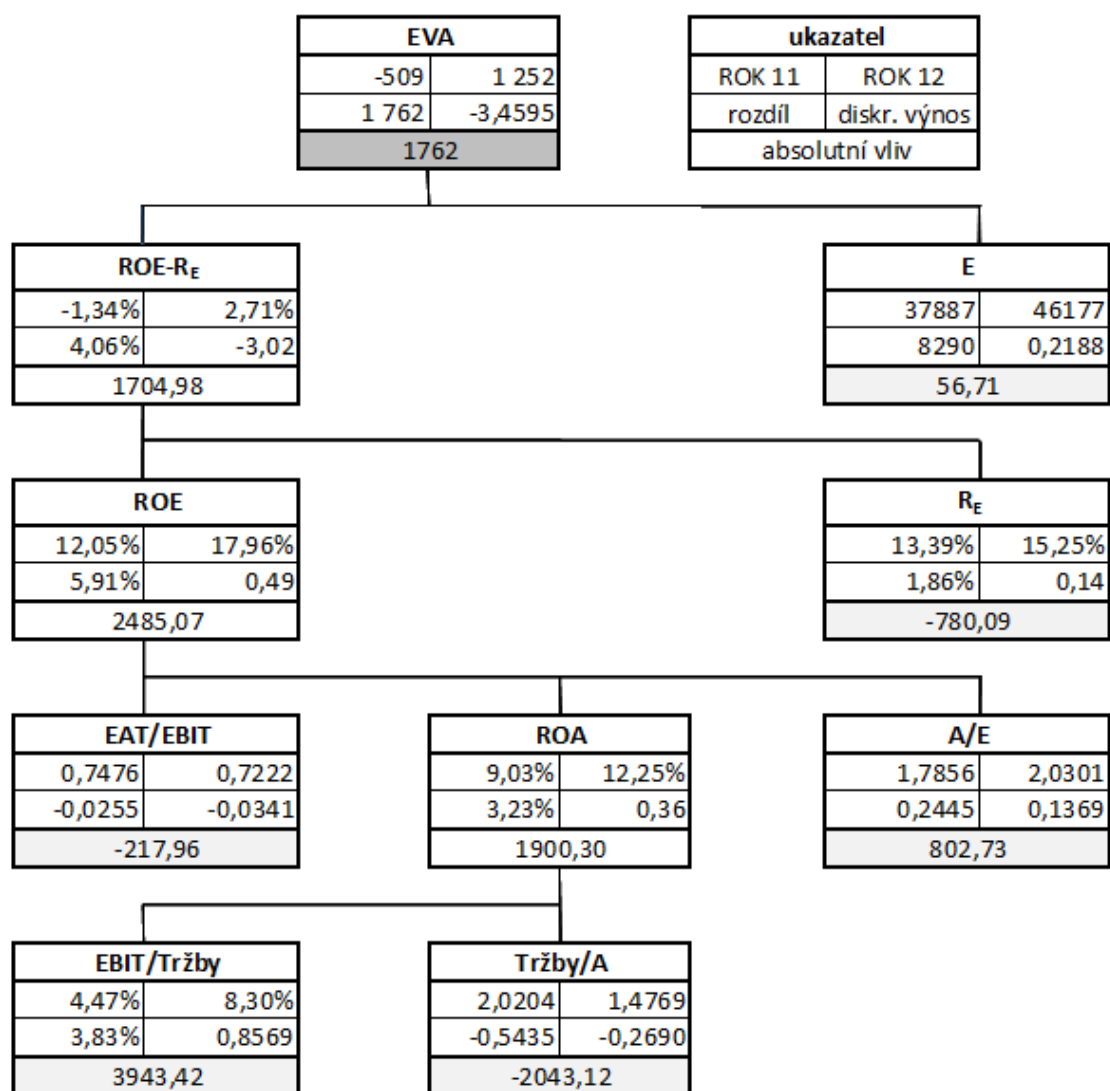
HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VZZ	Relativní změna v %				
	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Provozní výnosy	-8,89	23,91	1,76	-2,44	27,87
Tržby za prodej zboží	-10,37	11,40	-49,11	-80,37	-100,00
Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	-8,09	19,65	7,99	2,40	26,27
Změna stavu zásob vlastní činnosti	18,45	-307,38	1150,20	-162,47	-188,01
Aktivace	-91,11	120,00	534,09	-70,97	-100,00
Tržby z prodeje DM a materiálu	196,60	159,18	-45,25	61,45	19,41
Ostatní provozní výnosy	-90,33	-33,06	8,03	55,39	46,17
Finanční výnosy	81,09	-35,89	43,51	-59,57	66,89
Výnosové úroky	50,00	66,67	20,00	-83,33	400,00
Ostatní finanční výnosy	81,19	-36,14	43,66	-59,45	66,15
Provozní náklady	-10,64	22,92	2,87	-6,94	24,84
Náklady vynaložené na prodané zboží	-21,87	23,83	-45,68	-79,92	-100,00
Spotřeba materiálu a energie	-19,98	28,16	15,65	-6,08	31,21
Služby	19,95	24,73	-19,58	-11,99	32,46
Daně a poplatky	0,00	41,67	7,84	730,00	-80,18
Odpisy DNM a DHM	5,28	45,73	-0,99	5,80	24,10
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	280,24	54,01	18,90	47,91	20,73
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	-165,76	11,24	-245,21	-138,10	-61,54
Ostatní provozní náklady	-73,40	39,43	-31,78	45,01	-19,74
Osobní náklady	-1,63	1,49	3,04	-12,02	9,32
Finanční náklady	56,31	75,38	-33,63	33,33	-17,60
Nákladové úroky	5,42	192,47	-40,98	124,80	-4,15
Ostatní finanční náklady	82,86	40,16	-29,02	-14,39	-36,03

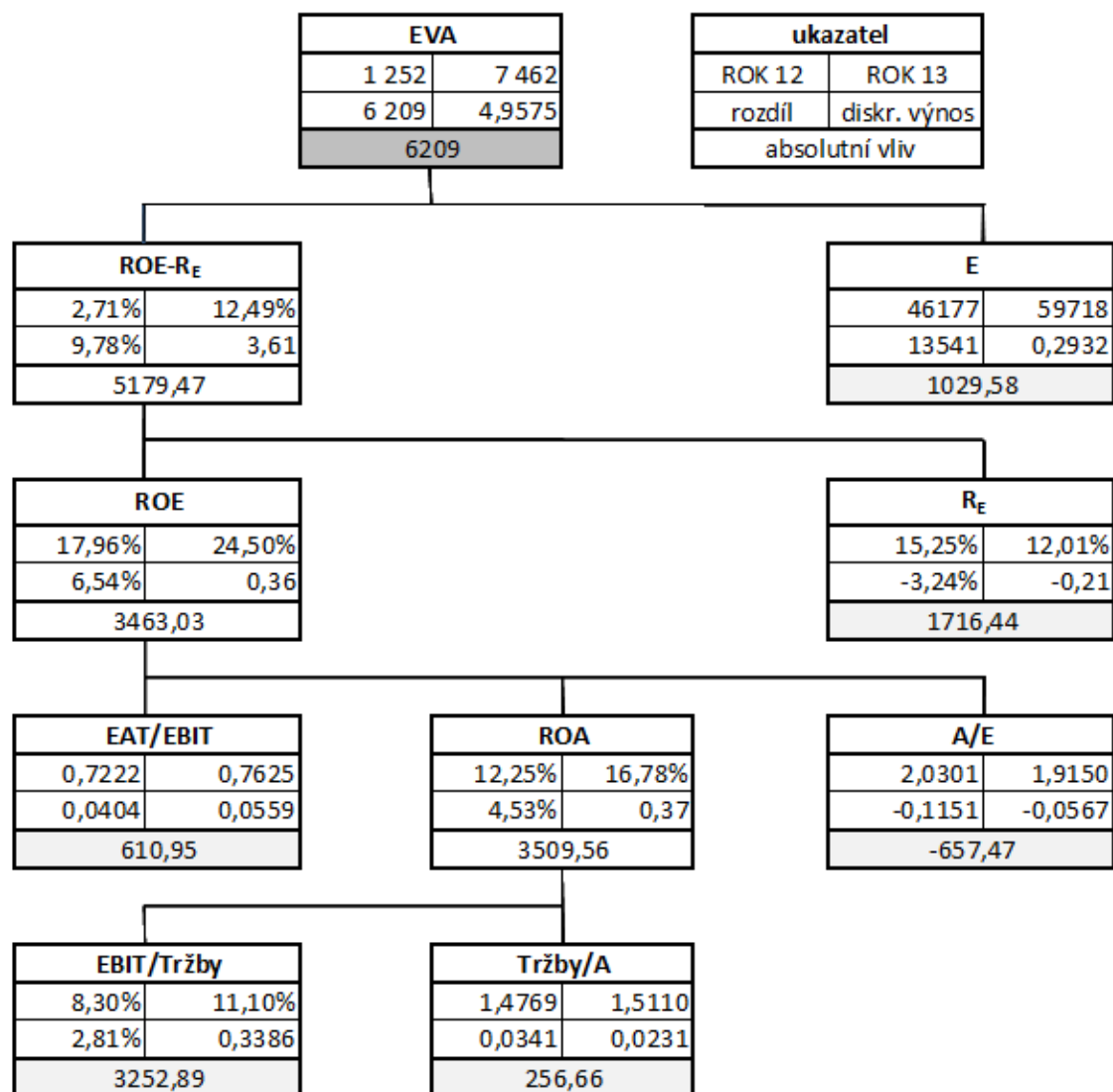
Příloha č. 6 Pyramidový rozklad ukazatele EVA podniku funkcionální metodou za období 2008 – 2013



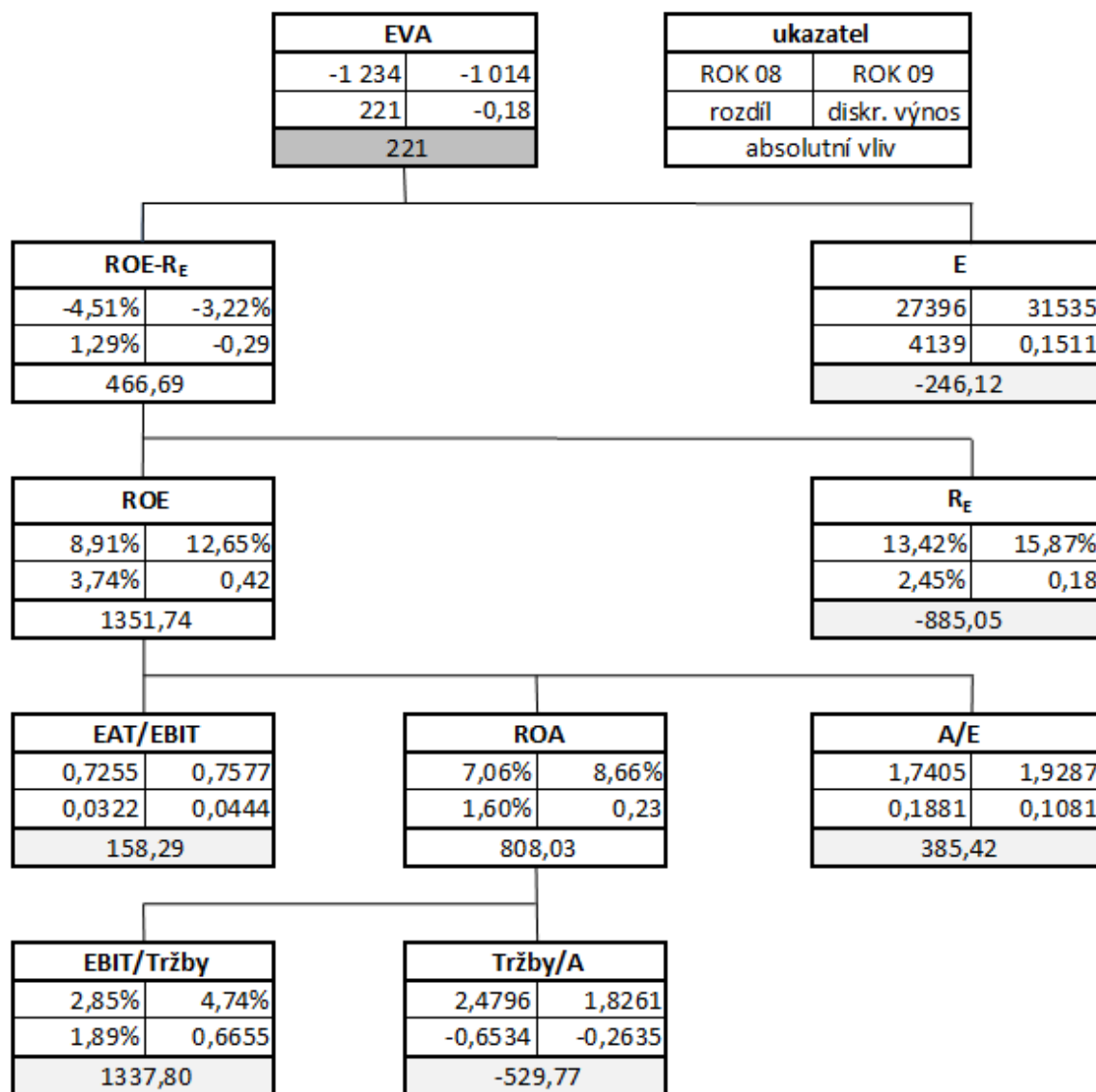


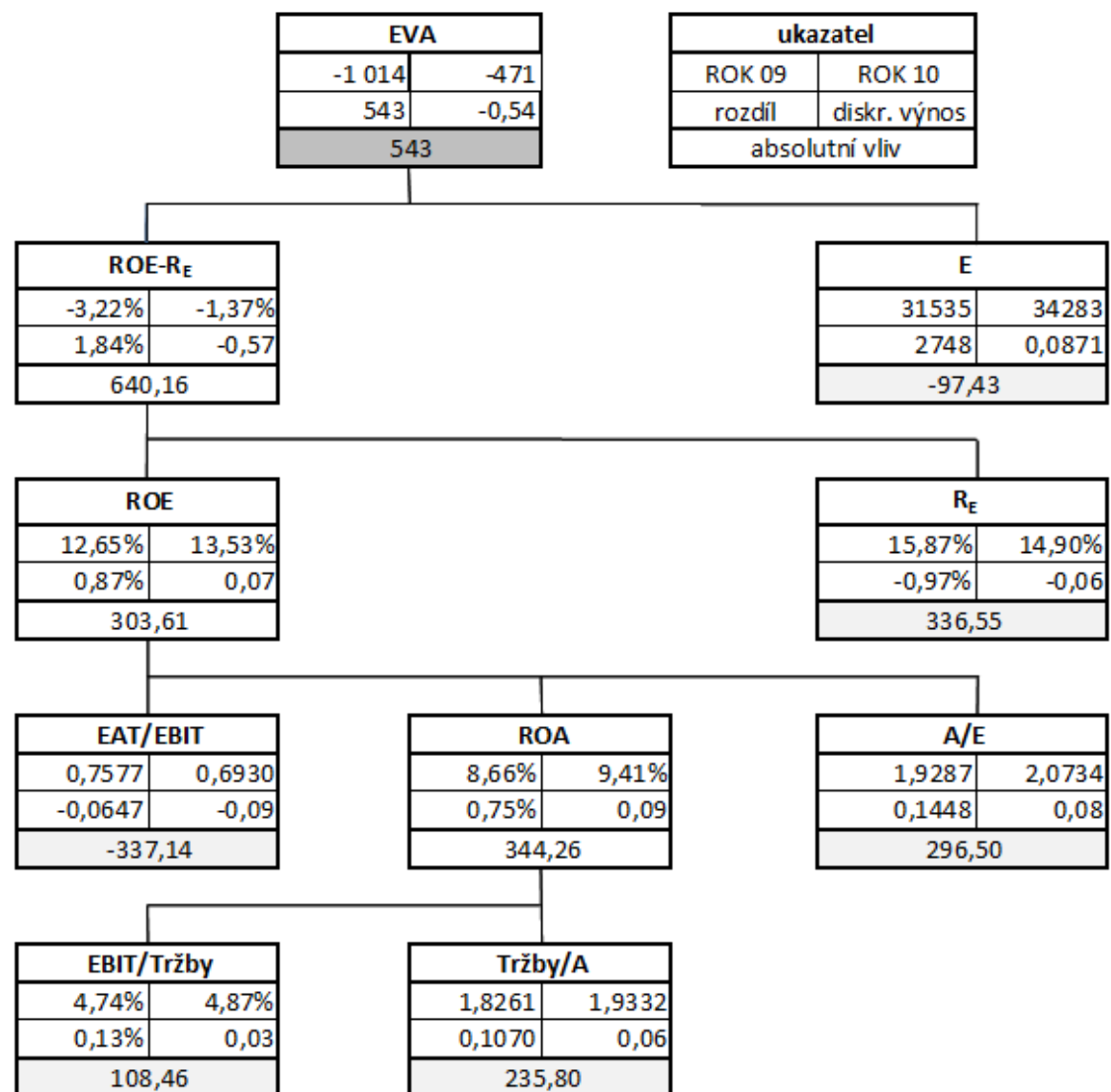


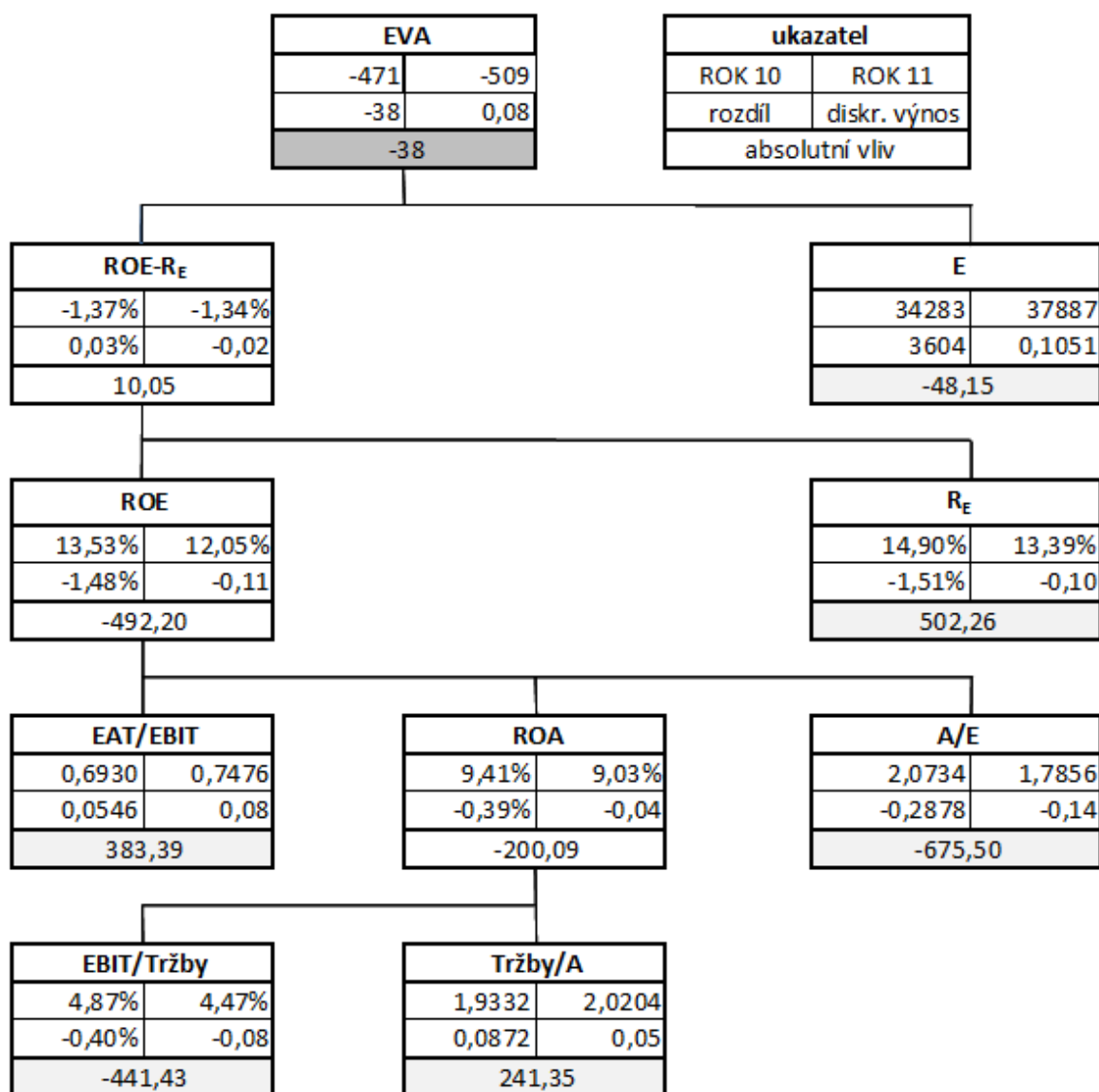


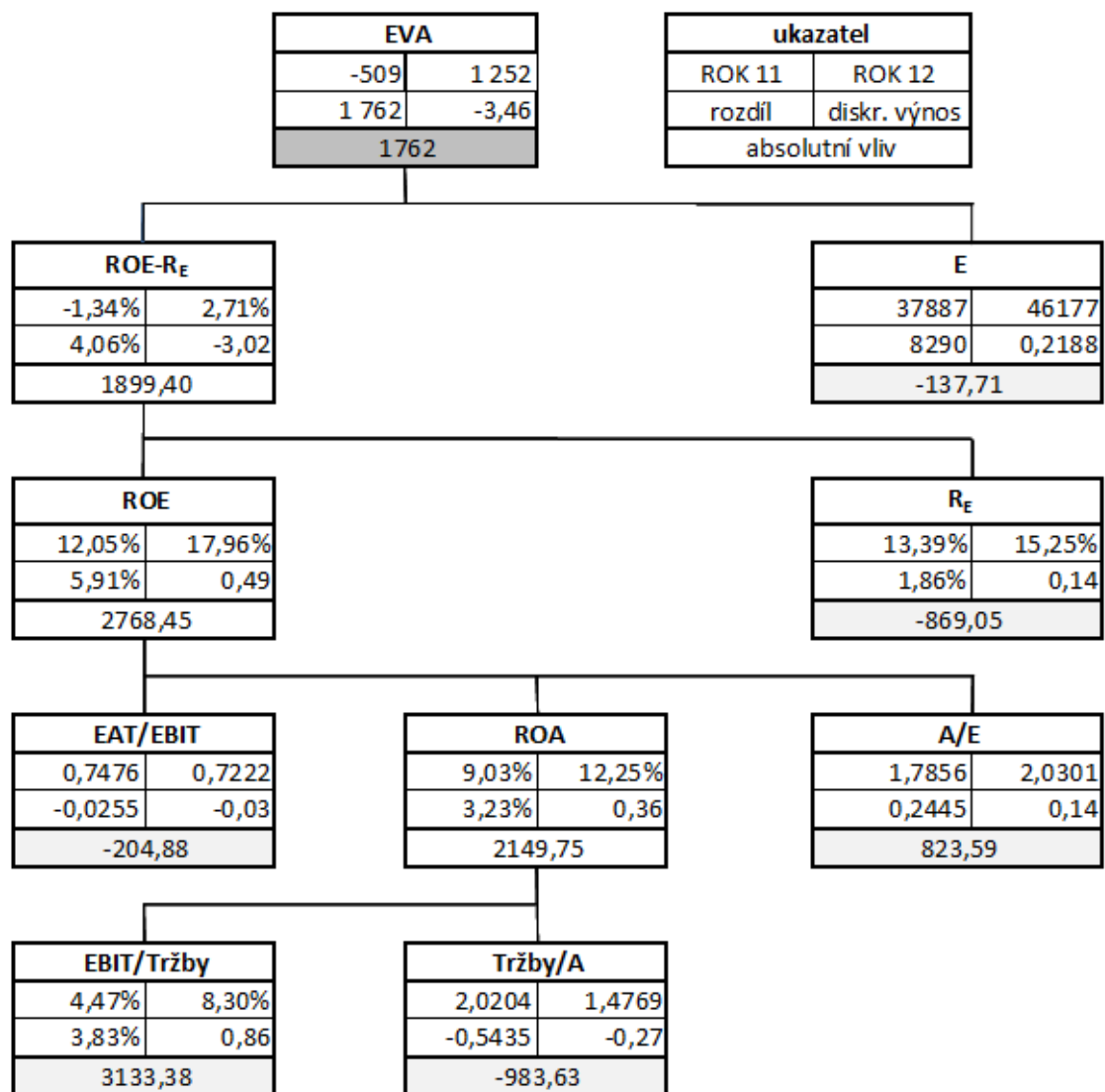


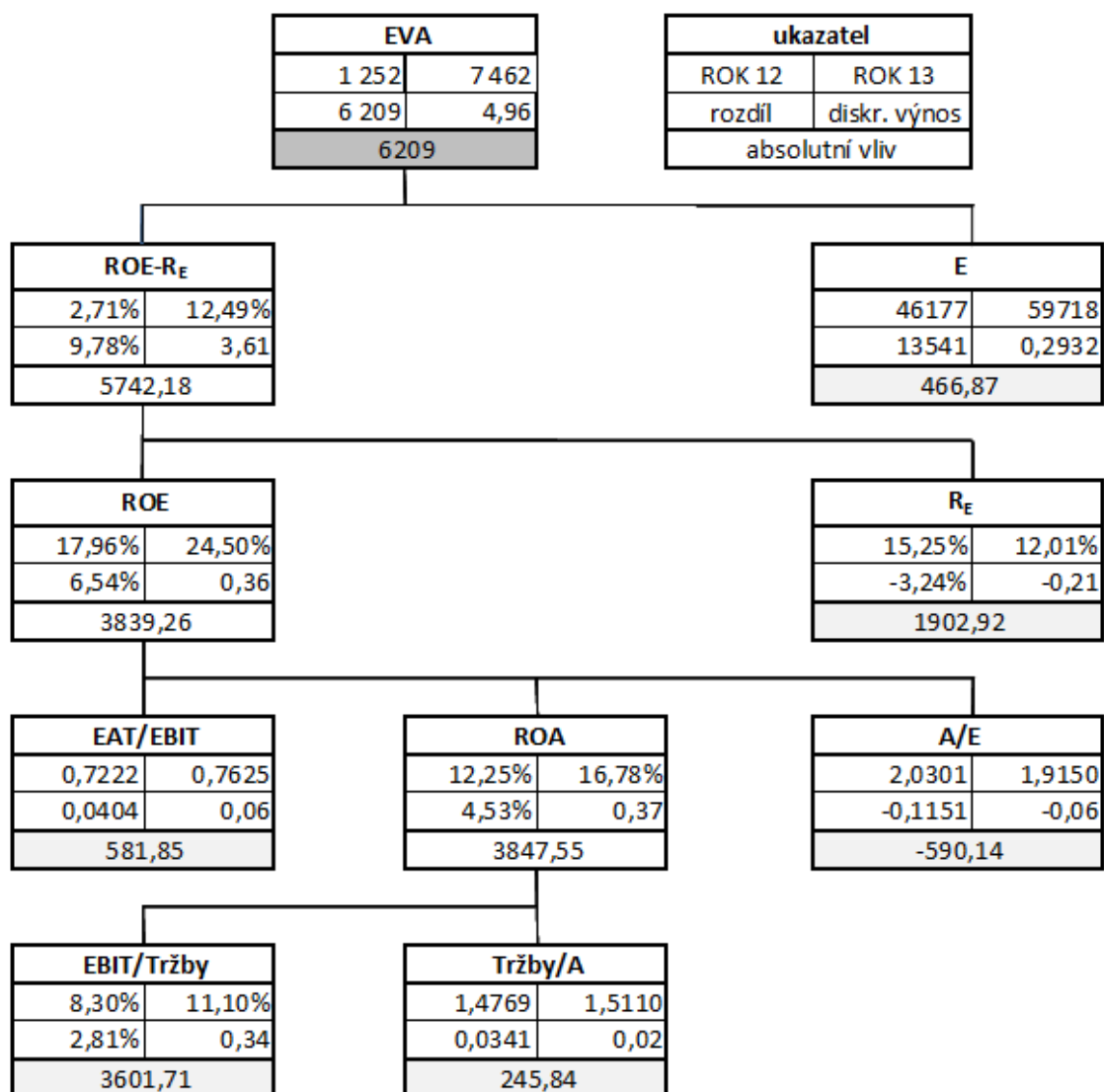
Příloha č. 7 Pyramidový rozklad ukazatele EVA podniku integrální metodou za období 2008 – 2013











Příloha č. 8 Analýza citlivosti vlivů ukazatele EVA podniku za období 2008 – 2013

E	-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2008/2009	-148	-152	-156	-160	-164	-168	-172
2009/2010	-58	-60	-61	-63	-65	-66	-68
2010/2011	-45	-47	-48	-49	-50	-51	-53
2011/2012	52	54	55	57	58	60	61
2012/2013	952	978	1004	1030	1055	1081	1107

2008/2009	ΔEVA abs.	233	229	225	221	217	213	209
	ΔEVA v %	5,43	3,62	1,81	0	-1,81	-3,62	-5,43
2009/2010	ΔEVA abs.	547,46	545,88	544,31	542,73	541,15	539,58	538,00
	ΔEVA v %	0,87	0,58	0,29	0	-0,29	-0,58	-0,87
2010/2011	ΔEVA abs.	-34,43	-35,65	-36,87	-38,10	-39,32	-40,55	-41,77
	ΔEVA v %	-9,64	-6,43	-3,21	0	3,21	6,43	9,64
2011/2012	ΔEVA abs.	1757	1759	1760	1762	1763	1765	1766
	ΔEVA v %	-0,24	-0,16	-0,08	0	0,08	0,16	0,24
2012/2013	ΔEVA abs.	6132	6158	6183	6209	6235	6261	6286
	ΔEVA v %	-1,24	-0,83	-0,41	0	0,41	0,83	1,24

R_E	-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2008/2009	-667,23	-685,26	-703,29	-721,33	-739,36	-757,39	-775,43
2009/2010	294,59	302,55	310,52	318,48	326,44	334,40	342,36
2010/2011	502,96	516,55	530,15	543,74	557,33	570,93	584,52
2011/2012	-721,59	-741,09	-760,59	-780,09	-799,59	-819,10	-838,60
2012/2013	1 587,71	1 630,62	1 673,53	1 716,44	1 759,35	1 802,26	1 845,17

2008/2009	ΔEVA abs.	274,67	256,64	238,61	220,57	202,54	184,51	166,47
	ΔEVA v %	24,53	16,35	8,18	0	-8,18	-16,35	-24,53
2009/2010	ΔEVA abs.	518,84	526,81	534,77	542,73	550,69	558,65	566,62
	ΔEVA v %	-4,40	-2,93	-1,47	0	1,47	2,93	4,40
2010/2011	ΔEVA abs.	-78,88	-65,29	-51,69	-38,10	-24,51	-10,91	2,68
	ΔEVA v %	107,04	71,36	35,68	0	-35,68	-71,36	-107,04
2011/2012	ΔEVA abs.	1 820,20	1 800,70	1 781,20	1 761,69	1 742,19	1 722,69	1 703,19
	ΔEVA v %	3,32	2,21	1,11	0	-1,11	-2,21	-3,32
2012/2013	ΔEVA abs.	6 080,32	6 123,23	6 166,14	6 209,05	6 251,96	6 294,88	6 337,79
	ΔEVA v %	-2,07	-1,38	-0,69	0	0,69	1,38	2,07

EAT/EBIT	-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2008/2009	126,75	130,18	133,61	137,03	140,46	143,88	147,31
2009/2010	-356,12	-365,74	-375,37	-384,99	-394,62	-404,24	-413,87
2010/2011	324,39	333,16	341,93	350,70	359,46	368,23	377,00
2011/2012	-201,61	-207,06	-212,51	-217,96	-223,41	-228,86	-234,30
2012/2013	565,13	580,40	595,68	610,95	626,22	641,50	656,77

2008/2009	ΔEVA abs.	210,29	213,72	217,15	220,57	224,00	227,42	230,85
	ΔEVA v %	-4,66	-3,11	-1,55	0	1,55	3,11	4,66
2009/2010	ΔEVA abs.	571,61	561,98	552,36	542,73	533,11	523,48	513,86
	ΔEVA v %	5,32	3,55	1,77	0	-1,77	-3,55	-5,32
2010/2011	ΔEVA abs.	-64,40	-55,63	-46,87	-38,10	-29,33	-20,56	-11,80
	ΔEVA v %	69,04	46,02	23,01	0	-23,01	-46,02	-69,04
2011/2012	ΔEVA abs.	1 778,04	1 772,59	1 767,14	1 761,69	1 756,24	1 750,79	1 745,35
	ΔEVA v %	0,93	0,62	0,31	0	-0,31	-0,62	-0,93
2012/2013	ΔEVA abs.	6 163,23	6 178,51	6 193,78	6 209,05	6 224,33	6 239,60	6 254,87
	ΔEVA v %	-0,74	-0,49	-0,25	0	0,25	0,49	0,74

A/E	-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2008/2009	299,01	307,09	315,17	323,26	331,34	339,42	347,50
2009/2010	288,65	296,45	304,25	312,05	319,85	327,65	335,46
2010/2011	-637,89	-655,13	-672,37	-689,61	-706,85	-724,09	-741,33
2011/2012	742,52	762,59	782,66	802,73	822,80	842,86	862,93
2012/2013	-608,16	-624,60	-641,04	-657,47	-673,91	-690,35	-706,78

2008/2009	ΔEVA abs.	196,33	204,41	212,49	220,57	228,65	236,73	244,82
	ΔEVA v %	-10,99	-7,33	-3,66	0	3,66	7,33	10,99
2009/2010	ΔEVA abs.	519,33	527,13	534,93	542,73	550,53	558,33	566,13
	ΔEVA v %	-4,31	-2,87	-1,44	0	1,44	2,87	4,31
2010/2011	ΔEVA abs.	13,62	-3,62	-20,86	-38,10	-55,34	-72,58	-89,82
	ΔEVA v %	-135,75	-90,50	-45,25	0	45,25	90,50	135,75
2011/2012	ΔEVA abs.	1 701,49	1 721,56	1 741,62	1 761,69	1 781,76	1 801,83	1 821,90
	ΔEVA v %	-3,42	-2,28	-1,14	0	1,14	2,28	3,42
2012/2013	ΔEVA abs.	6 258,36	6 241,93	6 225,49	6 209,05	6 192,62	6 176,18	6 159,74
	ΔEVA v %	0,79	0,53	0,26	0	-0,26	-0,53	-0,79

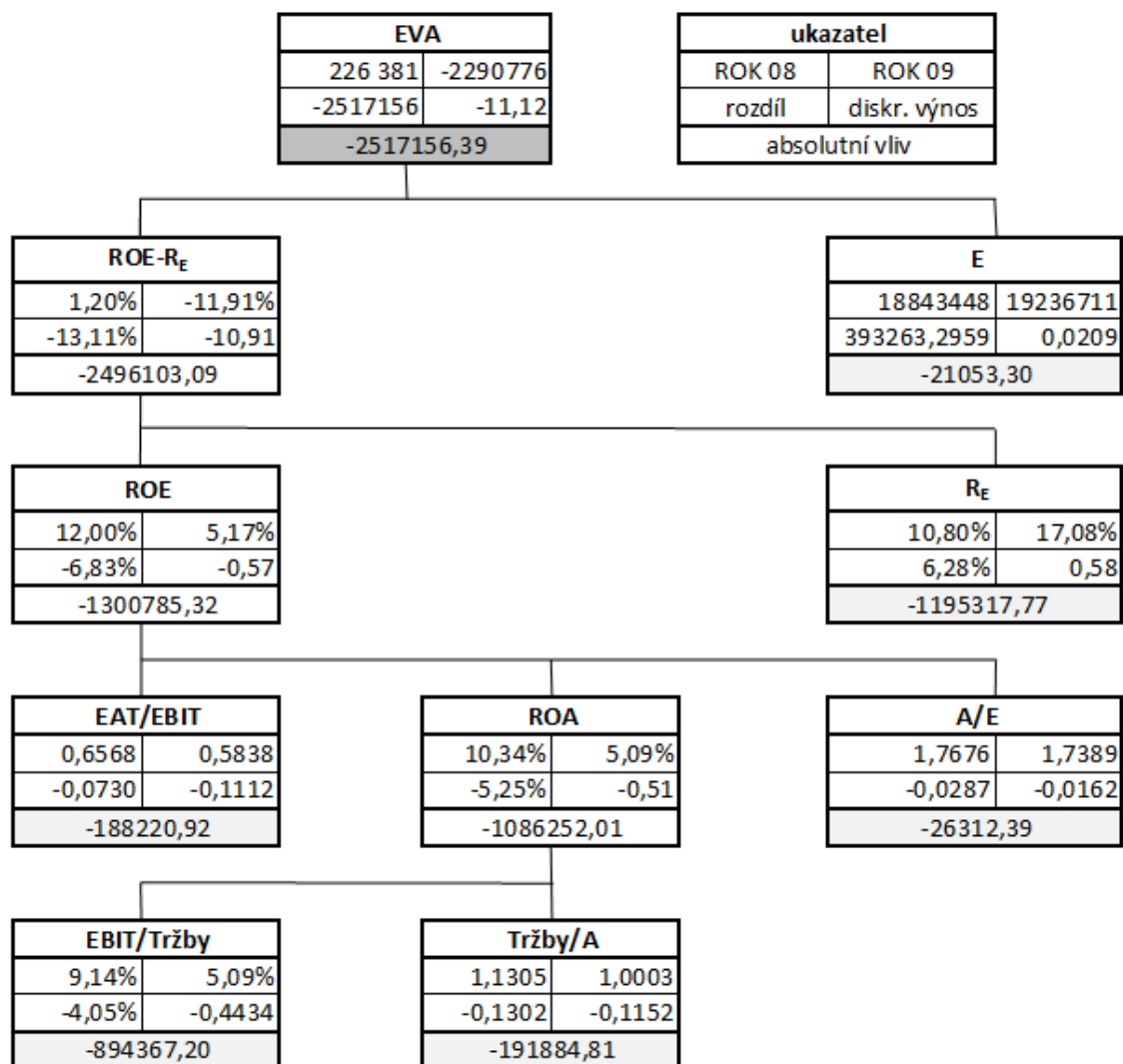
EBIT/T	-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2008/2009	1512,93	1553,82	1594,71	1635,60	1676,49	1717,38	1758,27
2009/2010	106,11	108,98	111,84	114,71	117,58	120,45	123,31
2010/2011	-368,09	-378,03	-387,98	-397,93	-407,88	-417,83	-427,78
2011/2012	3647,67	3746,25	3844,84	3943,42	4042,01	4140,59	4239,18
2012/2013	3008,93	3090,25	3171,57	3252,89	3334,22	3415,54	3496,86

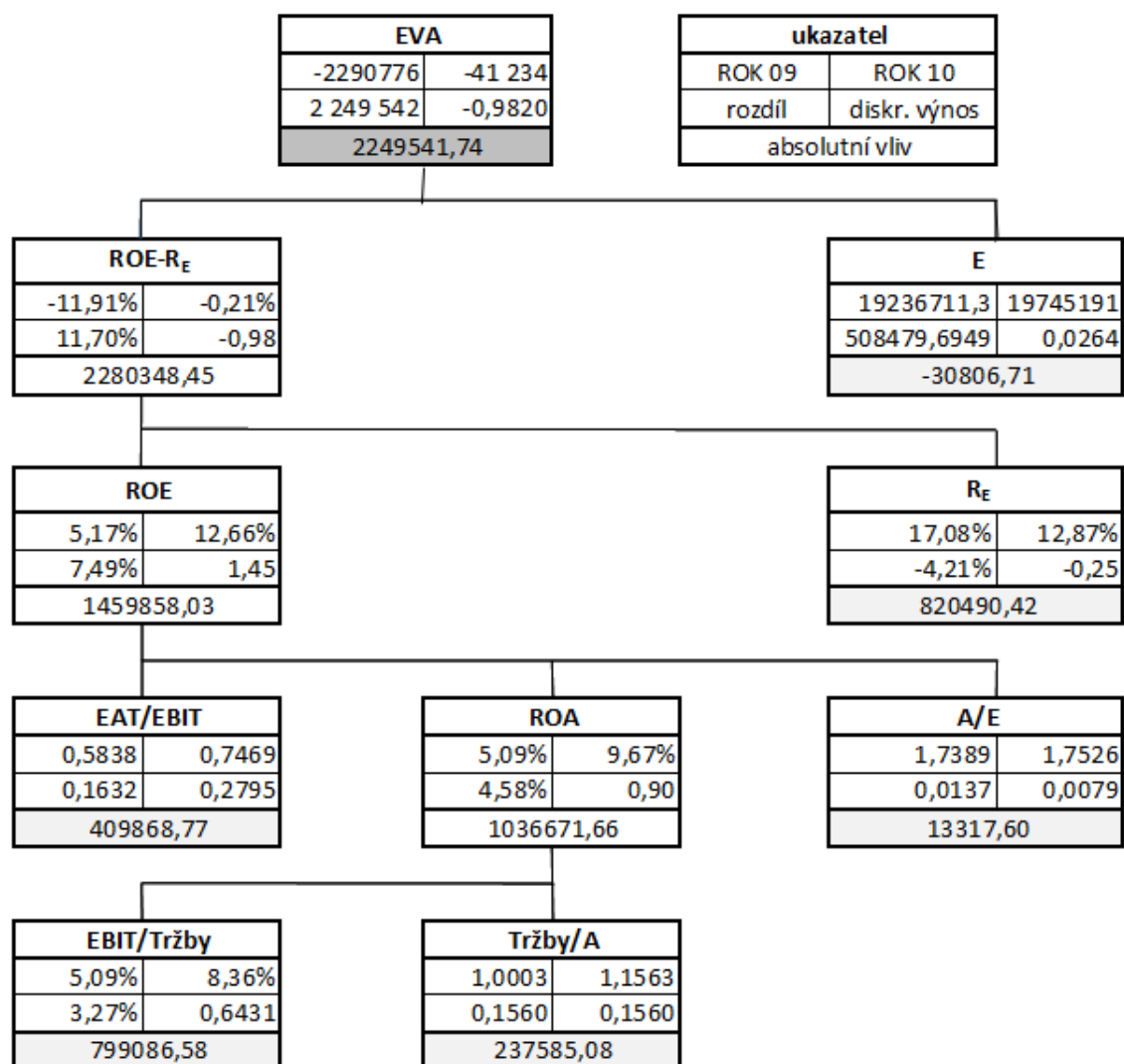
2008/2009	ΔEVA abs.	97,90	138,79	179,68	220,57	261,46	302,35	343,24
	ΔEVA v %	-55,61	-37,08	-18,54	0	18,54	37,08	55,61
2009/2010	ΔEVA abs.	534,13	537,00	539,86	542,73	545,60	548,47	551,33
	ΔEVA v %	-1,59	-1,06	-0,53	0	0,53	1,06	1,59
2010/2011	ΔEVA abs.	-8,25	-18,20	-28,15	-38,10	-48,05	-58,00	-67,94
	ΔEVA v %	-78,33	-52,22	-26,11	0	26,11	52,22	78,33
2011/2012	ΔEVA abs.	1465,94	1564,52	1663,11	1761,69	1860,28	1958,86	2057,45
	ΔEVA v %	-16,79	-11,19	-5,60	0	5,60	11,19	16,79
2012/2013	ΔEVA abs.	5965,09	6046,41	6127,73	6209,05	6290,38	6371,70	6453,02
	ΔEVA v %	-3,93	-2,62	-1,31	0	1,31	2,62	3,93

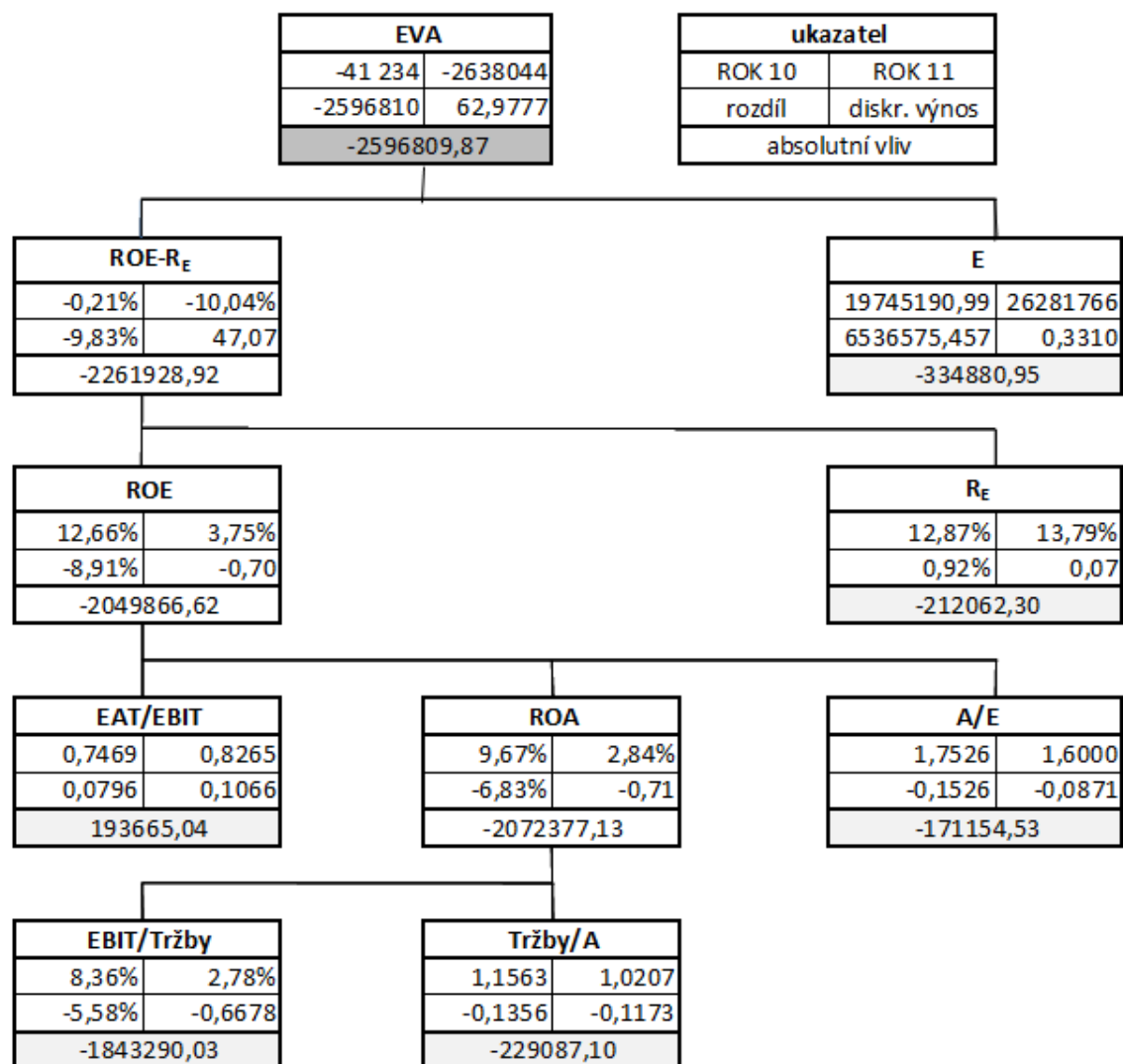
T/A	-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2008/2009	-919,64	-944,49	-969,35	-994,20	-1019,06	-1043,91	-1068,77
2009/2010	227,13	233,26	239,40	245,54	251,68	257,82	263,96
2010/2011	188,69	193,79	198,89	203,99	209,09	214,18	219,28
2011/2012	-1889,89	-1940,96	-1992,04	-2043,12	-2094,20	-2145,28	-2196,35
2012/2013	237,41	243,83	250,24	256,66	263,08	269,49	275,91

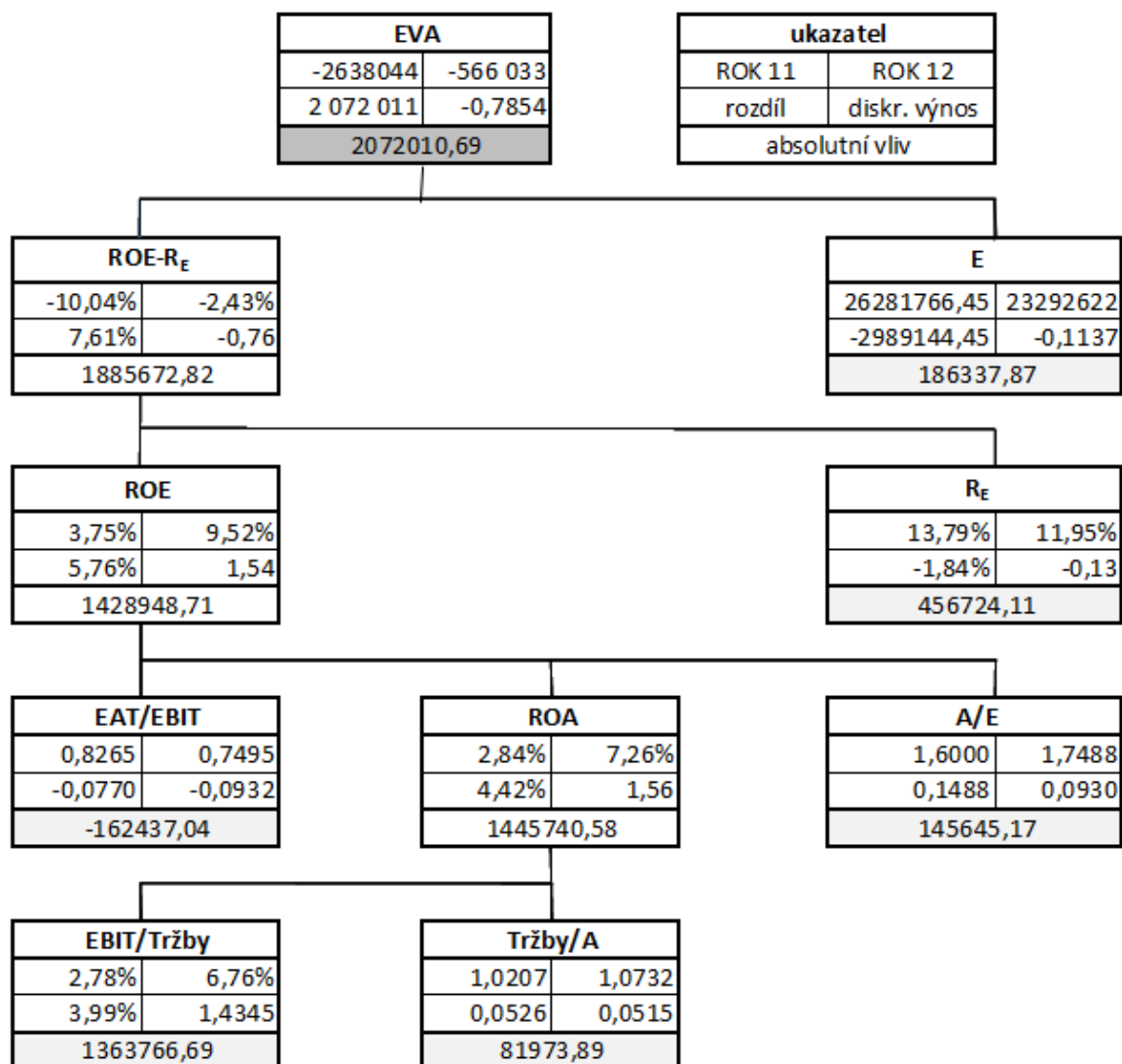
2008/2009	ΔEVA abs.	295,14	270,28	245,43	220,57	195,72	170,86	146,01
	ΔEVA v %	33,81	22,54	11,27	0	-11,27	-22,54	-33,81
2009/2010	ΔEVA abs.	524,32	530,45	536,59	542,73	548,87	555,01	561,15
	ΔEVA v %	-3,39	-2,26	-1,13	0	1,13	2,26	3,39
2010/2011	ΔEVA abs.	-53,40	-48,30	-43,20	-38,10	-33,00	-27,90	-22,80
	ΔEVA v %	40,16	26,77	13,39	0	-13,39	-26,77	-40,16
2011/2012	ΔEVA abs.	1914,93	1863,85	1812,77	1761,69	1710,61	1659,54	1608,46
	ΔEVA v %	8,70	5,80	2,90	0	-2,90	-5,80	-8,70
2012/2013	ΔEVA abs.	6189,80	6196,22	6202,64	6209,05	6215,47	6221,89	6228,30
	ΔEVA v %	-0,31	-0,21	-0,10	0	0,10	0,21	0,31

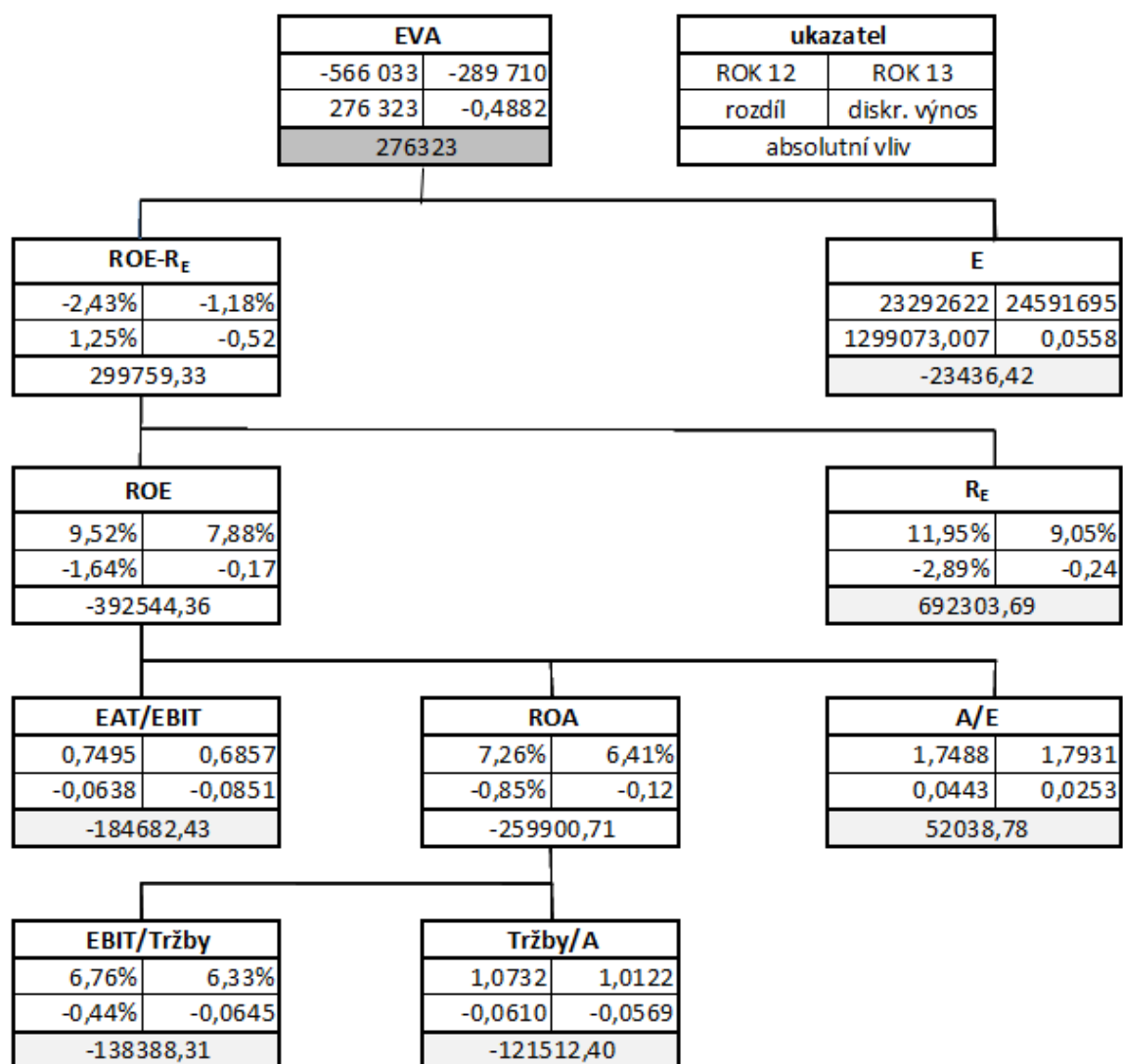
Příloha č. 9 Pyramidový rozklad ukazatele EVA odvětví funkcionální metodou za období 2008 – 2013



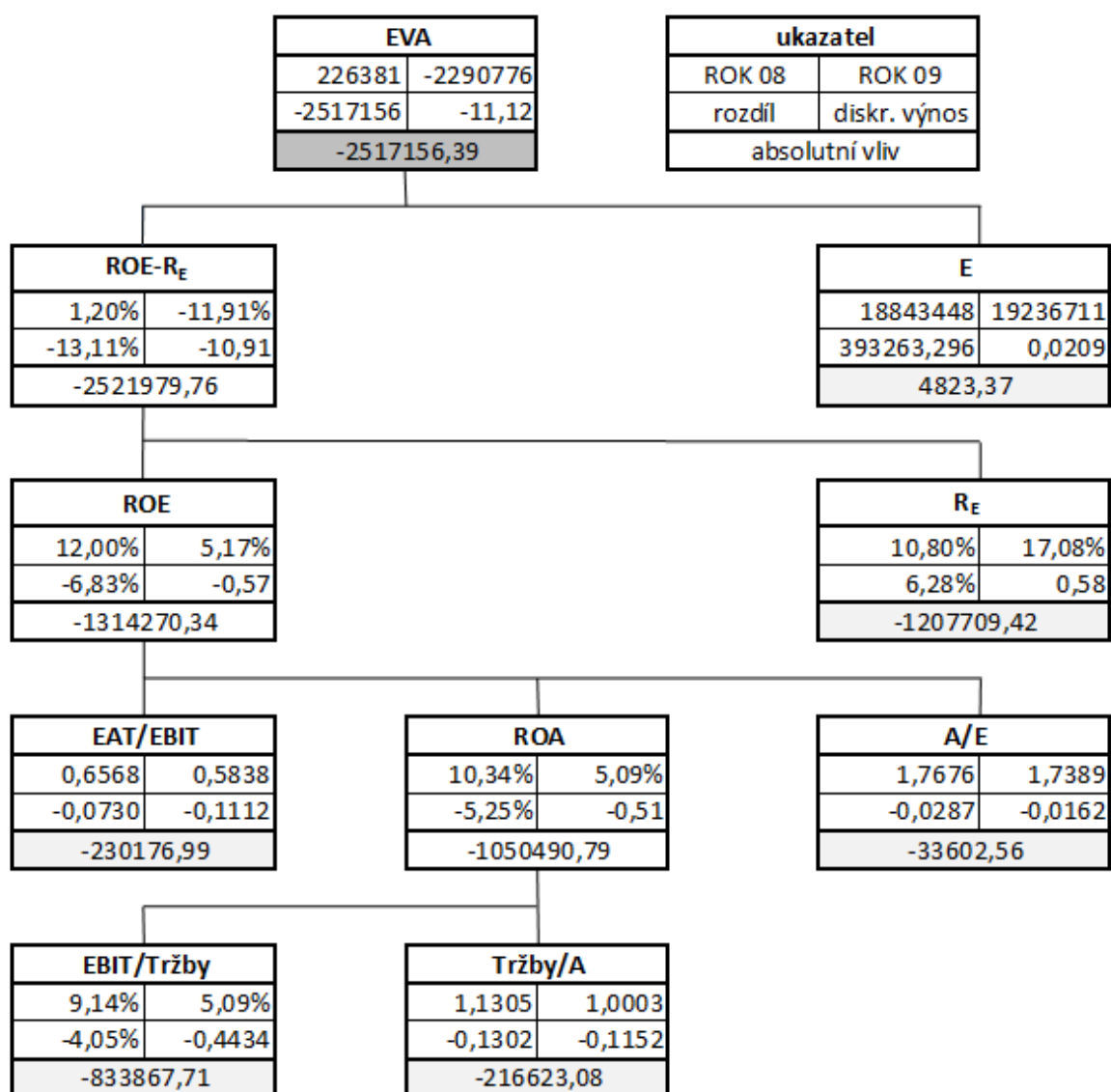


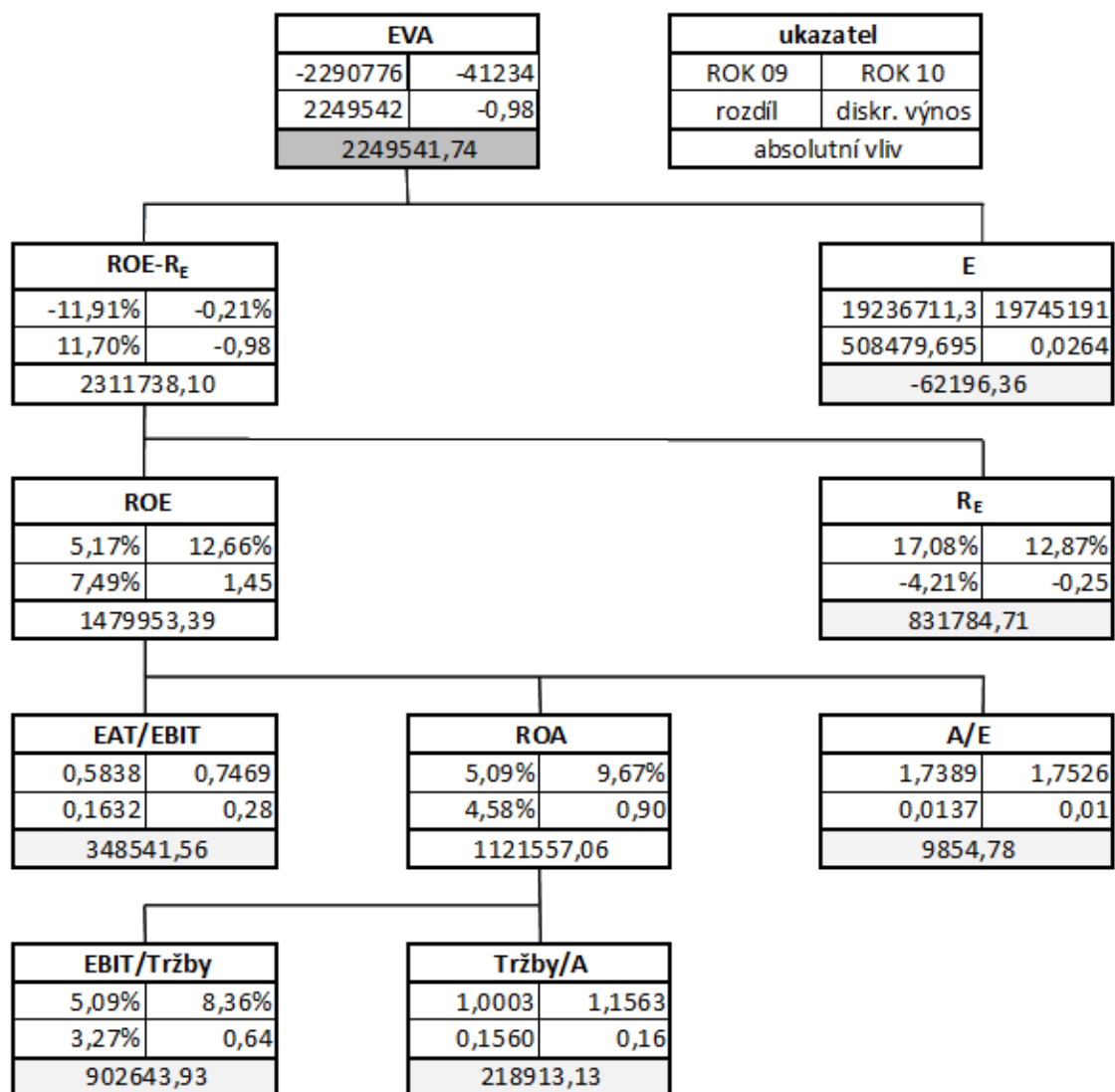


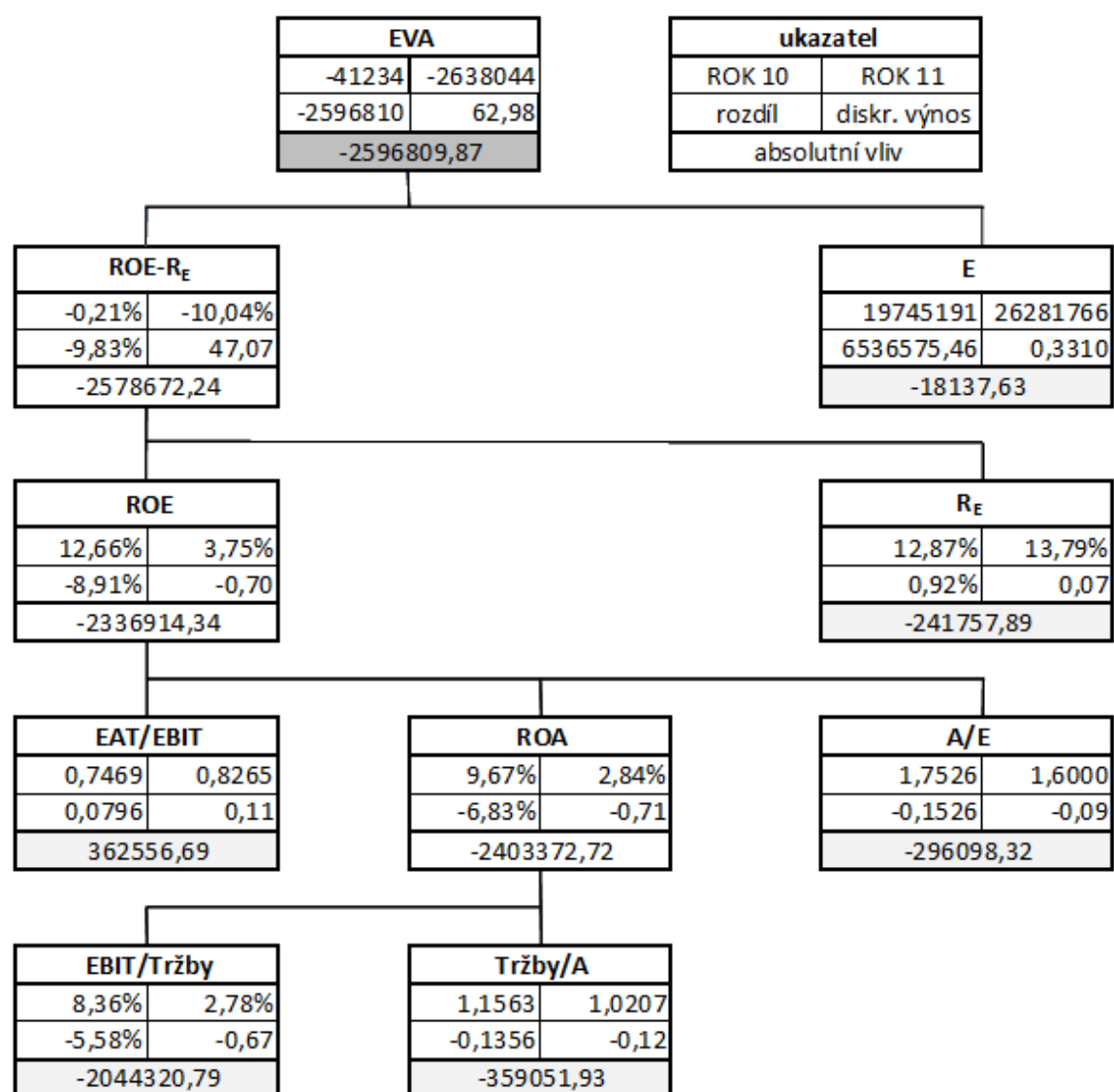


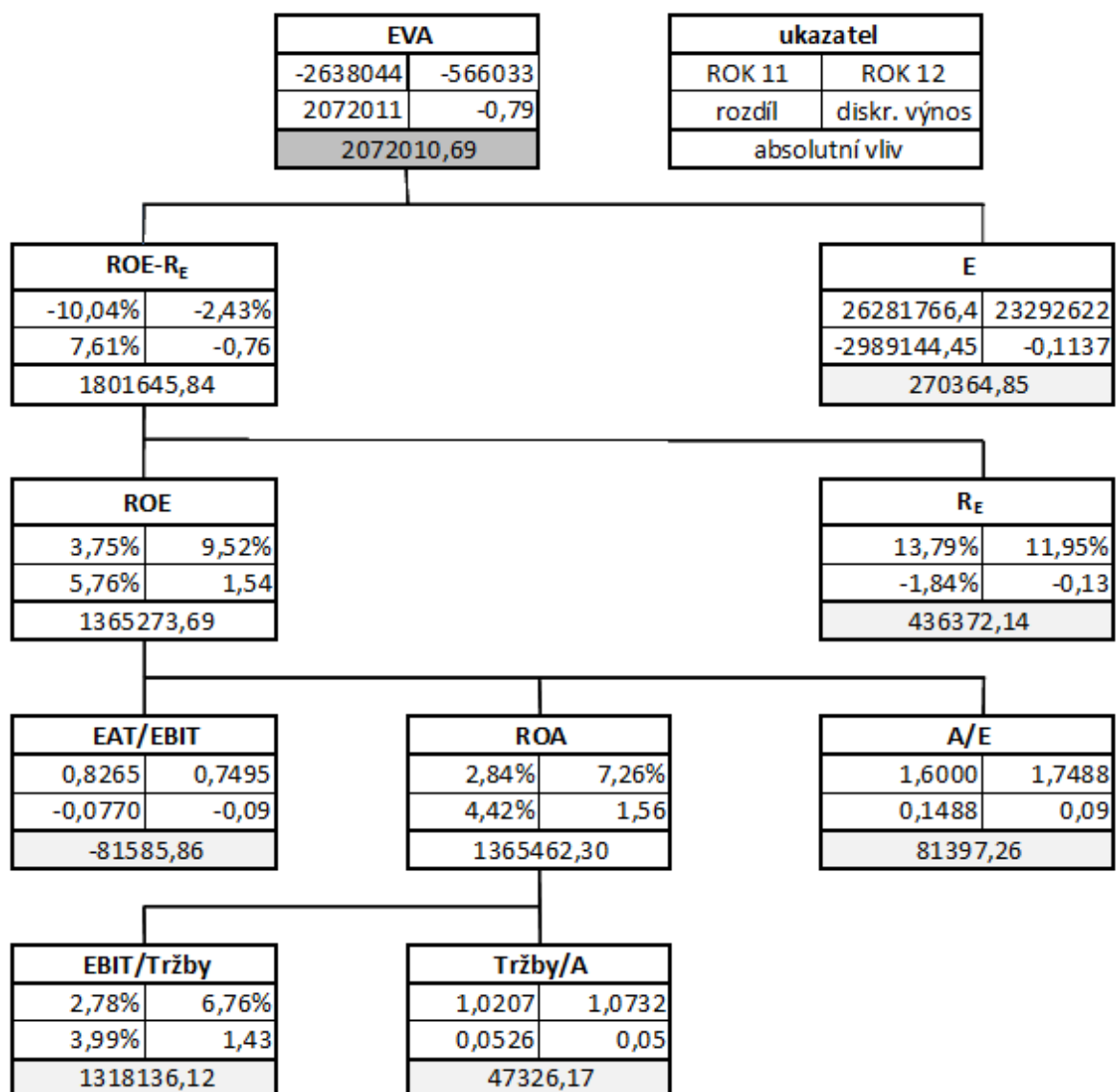


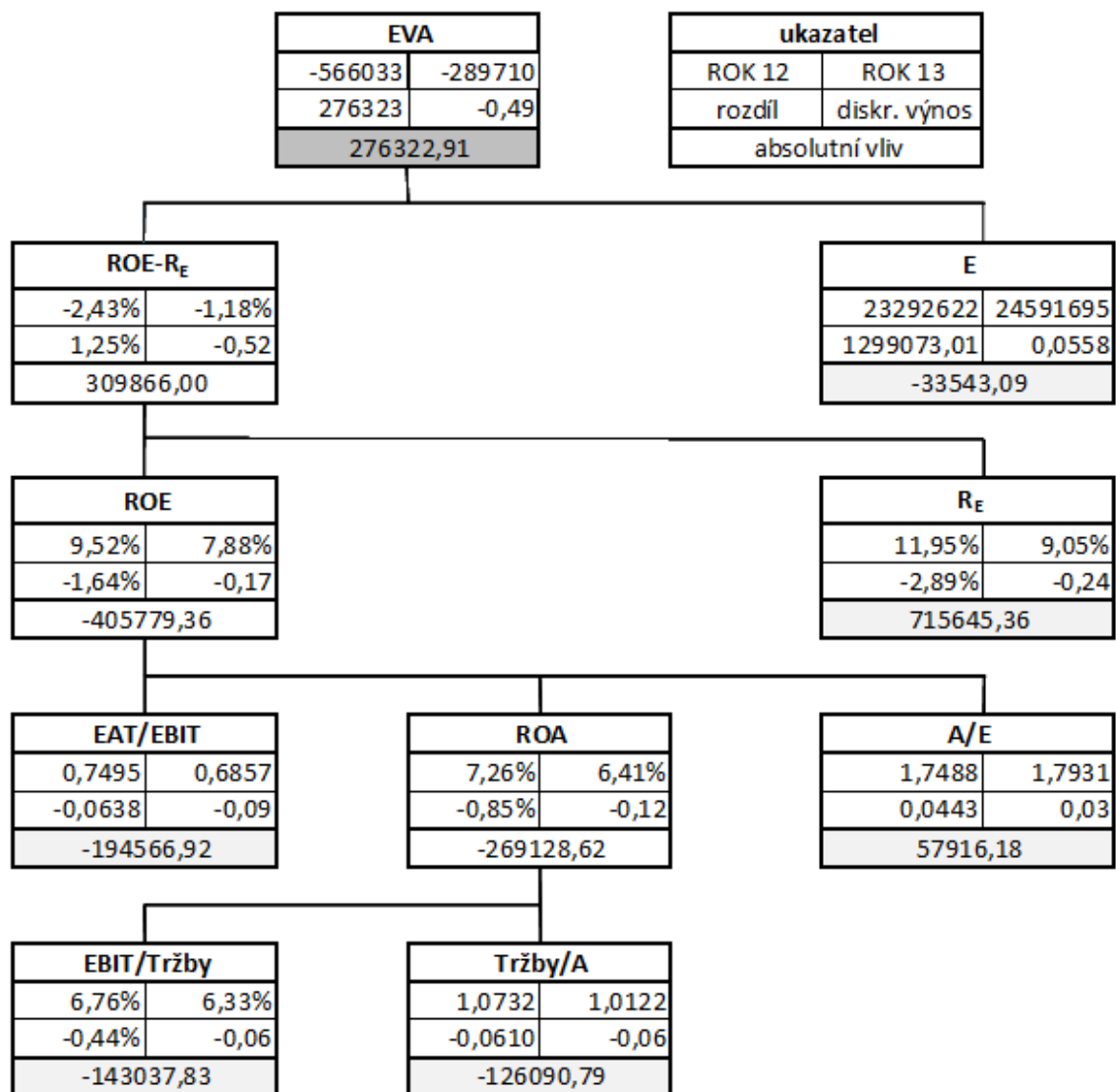
Příloha č. 10 Pyramidový rozklad ukazatele EVA odvětví integrální metodou za období
2008 – 2013











Příloha č. 11 Analýza citlivosti vlivů ukazatele EVA odvětví za období 2008 – 2013

E	-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2008/2009	-19 474	-20 001	-20 527	-21 053	-21 580	-22 106	-22 632
2009/2010	-28 496	-29 266	-30 037	-30 807	-31 577	-32 347	-33 117
2010/2011	-309 765	-318 137	-326 509	-334 881	-343 253	-351 625	-359 997
2011/2012	172 363	177 021	181 679	186 338	190 996	195 655	200 313
2012/2013	-21 679	-22 265	-22 851	-23 436	-24 022	-24 608	-25 194

2008/2009	ΔEVA abs.	-2 515 577	-2 516 104	-2 516 630	-2 517 156	-2 517 683	-2 518 209	-2 518 735
	ΔEVA v %	-0,06	-0,04	-0,02	0	0,02	0,04	0,06
2009/2010	ΔEVA abs.	2 251 852	2 251 082	2 250 312	2 249 542	2 248 772	2 248 001	2 247 231
	ΔEVA v %	0,10	0,07	0,03	0	-0,03	-0,07	-0,10
2010/2011	ΔEVA abs.	-2 571 694	-2 580 066	-2 588 438	-2 596 810	-2 605 182	-2 613 554	-2 621 926
	ΔEVA v %	-0,97	-0,64	-0,32	0	0,32	0,64	0,97
2011/2012	ΔEVA abs.	2 058 035	2 062 694	2 067 352	2 072 011	2 076 669	2 081 328	2 085 986
	ΔEVA v %	-0,67	-0,45	-0,22	0	0,22	0,45	0,67
2012/2013	ΔEVA abs.	278 081	277 495	276 909	276 323	275 737	275 151	274 565
	ΔEVA v %	0,64	0,42	0,21	0	-0,21	-0,42	-0,64

R_E	-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2008/2009	-1 105 669	-1 135 552	-1 165 435	-1 195 318	-1 225 201	-1 255 084	-1 284 967
2009/2010	758 954	779 466	799 978	820 490	841 003	861 515	882 027
2010/2011	-196 158	-201 459	-206 761	-212 062	-217 364	-222 665	-227 967
2011/2012	422 470	433 888	445 306	456 724	468 142	479 560	490 978
2012/2013	640 381	657 689	674 996	692 304	709 611	726 919	744 226

2008/2009	ΔEVA abs.	-2 427 508	-2 457 391	-2 487 273	-2 517 156	-2 547 039	-2 576 922	-2 606 805
	ΔEVA v %	-3,56	-2,37	-1,19	0	1,19	2,37	3,56
2009/2010	ΔEVA abs.	2 188 005	2 208 517	2 229 029	2 249 542	2 270 054	2 290 566	2 311 079
	ΔEVA v %	-2,74	-1,82	-0,91	0	0,91	1,82	2,74
2010/2011	ΔEVA abs.	-2 580 905	-2 586 207	-2 591 508	-2 596 810	-2 602 111	-2 607 413	-2 612 715
	ΔEVA v %	-0,61	-0,41	-0,20	0	0,20	0,41	0,61
2011/2012	ΔEVA abs.	2 037 756	2 049 174	2 060 593	2 072 011	2 083 429	2 094 847	2 106 265
	ΔEVA v %	-1,65	-1,10	-0,55	0	0,55	1,10	1,65
2012/2013	ΔEVA abs.	224 400	241 708	259 015	276 323	293 630	310 938	328 246
	ΔEVA v %	-18,79	-12,53	-6,26	0	6,26	12,53	18,79

EAT/EBIT	-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2008/2009	-174 104	-178 810	-183 515	-188 221	-192 926	-197 632	-202 337
2009/2010	379 129	389 375	399 622	409 869	420 115	430 362	440 609
2010/2011	179 140	183 982	188 823	193 665	198 507	203 348	208 190
2011/2012	-150 254	-154 315	-158 376	-162 437	-166 498	-170 559	-174 620
2012/2013	-170 831	-175 448	-180 065	-184 682	-189 299	-193 917	-198 534

2008/2009	ΔEVA abs.	-2 503 040	-2 507 745	-2 512 451	-2 517 156	-2 521 862	-2 526 567	-2 531 273
	ΔEVA v %	-0,56	-0,37	-0,19	0	0,19	0,37	0,56
2009/2010	ΔEVA abs.	2 218 802	2 229 048	2 239 295	2 249 542	2 259 788	2 270 035	2 280 282
	ΔEVA v %	-1,37	-0,91	-0,46	0	0,46	0,91	1,37
2010/2011	ΔEVA abs.	-2 611 335	-2 606 493	-2 601 651	-2 596 810	-2 591 968	-2 587 127	-2 582 285
	ΔEVA v %	0,56	0,37	0,19	0	-0,19	-0,37	-0,56
2011/2012	ΔEVA abs.	2 084 193	2 080 133	2 076 072	2 072 011	2 067 950	2 063 889	2 059 828
	ΔEVA v %	0,59	0,39	0,20	0	-0,20	-0,39	-0,59
2012/2013	ΔEVA abs.	290 174	285 557	280 940	276 323	271 706	267 089	262 472
	ΔEVA v %	5,01	3,34	1,67	0	-1,67	-3,34	-5,01

A/E	-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2008/2009	-24 339	-24 997	-25 655	-26 312	-26 970	-27 628	-28 286
2009/2010	12 319	12 652	12 985	13 318	13 651	13 983	14 316
2010/2011	-158 318	-162 597	-166 876	-171 155	-175 433	-179 712	-183 991
2011/2012	134 722	138 363	142 004	145 645	149 286	152 927	156 569
2012/2013	48 136	49 437	50 738	52 039	53 340	54 641	55 942

2008/2009	ΔEVA abs.	-2 515 183	-2 515 841	-2 516 499	-2 517 156	-2 517 814	-2 518 472	-2 519 130
	ΔEVA v %	-0,08	-0,05	-0,03	0	0,03	0,05	0,08
2009/2010	ΔEVA abs.	2 248 543	2 248 876	2 249 209	2 249 542	2 249 875	2 250 208	2 250 541
	ΔEVA v %	-0,04	-0,03	-0,01	0	0,01	0,03	0,04
2010/2011	ΔEVA abs.	-2 583 973	-2 588 252	-2 592 531	-2 596 810	-2 601 089	-2 605 368	-2 609 646
	ΔEVA v %	-0,49	-0,33	-0,16	0	0,16	0,33	0,49
2011/2012	ΔEVA abs.	2 061 087	2 064 728	2 068 370	2 072 011	2 075 652	2 079 293	2 082 934
	ΔEVA v %	-0,53	-0,35	-0,18	0	0,18	0,35	0,53
2012/2013	ΔEVA abs.	272 420	273 721	275 022	276 323	277 624	278 925	280 226
	ΔEVA v %	-1,41	-0,94	-0,47	0	0,47	0,94	1,41

EBIT/T	-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2008/2009	-827290	-849649	-872008	-894367	-916726	-939086	-961445
2009/2010	739155	759132	779109	799087	819064	839041	859018
2010/2011	-1705043	-1751126	-1797208	-1843290	-1889372	-1935455	-1981537
2011/2012	1261484	1295578	1329673	1363767	1397861	1431955	1466049
2012/2013	-128009	-131469	-134929	-138388	-141848	-145308	-148767

2008/2009	ΔEVA abs.	-2450079	-2472438	-2494797	-2517156	-2539516	-2561875	-2584234
	ΔEVA v %	-2,66	-1,78	-0,89	0	0,89	1,78	2,66
2009/2010	ΔEVA abs.	2189610	2209587	2229565	2249542	2269519	2289496	2309473
	ΔEVA v %	-2,66	-1,78	-0,89	0	0,89	1,78	2,66
2010/2011	ΔEVA abs.	-2458563	-2504645	-2550728	-2596810	-2642892	-2688974	-2735057
	ΔEVA v %	-5,32	-3,55	-1,77	0	1,77	3,55	5,32
2011/2012	ΔEVA abs.	1969728	2003822	2037917	2072011	2106105	2140199	2174293
	ΔEVA v %	-4,94	-3,29	-1,65	0	1,65	3,29	4,94
2012/2013	ΔEVA abs.	286702	283242	279783	276323	272863	269403	265944
	ΔEVA v %	3,76	2,50	1,25	0	-1,25	-2,50	-3,76

T/A	-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2008/2009	-177493	-182291	-187088	-191885	-196682	-201479	-206276
2009/2010	219766	225706	231645	237585	243525	249464	255404
2010/2011	-211906	-217633	-223360	-229087	-234814	-240541	-246269
2011/2012	75826	77875	79925	81974	84023	86073	88122
2012/2013	-112399	-115437	-118475	-121512	-124550	-127588	-130626

2008/2009	ΔEVA abs.	-2502765	-2507562	-2512359	-2517156	-2521954	-2526751	-2531548
	ΔEVA v %	-0,57	-0,38	-0,19	0	0,19	0,38	0,57
2009/2010	ΔEVA abs.	2231723	2237662	2243602	2249542	2255481	2261421	2267361
	ΔEVA v %	-0,79	-0,53	-0,26	0	0,26	0,53	0,79
2010/2011	ΔEVA abs.	-2579628	-2585356	-2591083	-2596810	-2602537	-2608264	-2613991
	ΔEVA v %	-0,66	-0,44	-0,22	0	0,22	0,44	0,66
2011/2012	ΔEVA abs.	2065863	2067912	2069961	2072011	2074060	2076109	2078159
	ΔEVA v %	-0,30	-0,20	-0,10	0	0,10	0,20	0,30
2012/2013	ΔEVA abs.	285436	282399	279361	276323	273285	270247	267209
	ΔEVA v %	3,30	2,20	1,10	0	-1,10	-2,20	-3,30